



**O JUSTO VALOR NOS INSTRUMENTOS
FINANCEIROS DERIVADOS E
A COBERTURA DE RISCO**

por

Vanessa Viana

Tese de Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientada por:

Patrícia Teixeira Lopes

2013

Nota biográfica do autor

Vanessa Viana nasceu a 24 de janeiro de 1990 na África do Sul.

Licenciou-se em Gestão pela Faculdade de Economia do Porto no ano de 2011, tendo nesse mesmo ano iniciado o Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão (Mestrado em Contabilidade à data), cuja parte curricular terminou em janeiro de 2013.

Iniciou a sua atividade profissional em julho de 2011, tendo efetuado um estágio de Verão profissional numa das principais instituições financeiras do país, o Millenium BCP, no âmbito do programa “*Come and Grow with us*”.

Em setembro do mesmo ano ingressou a equipa da KPMG no escritório do Porto, onde continua atualmente a desempenhar funções na área da consultoria fiscal nomeadamente da área do *Corporate Tax*.

Agradecimentos

A realização do presente estudo representa um passo muito importante na minha vida académica, por se traduzir na conclusão do meu mestrado.

Traduziu-se um esforço significativo, tendo exigido uma gestão do tempo muito regrada por forma a compatibilizar a vida profissional, académica e pessoal.

Em primeiro lugar gostaria de deixar a minha gratidão à Professora Patrícia Teixeira Lopes, que me orientou e cujas críticas e conselhos, bem como os conhecimentos técnicos foram decisivos para a conclusão do presente trabalho.

Agradeço igualmente ao Professor Pedro Campos pelo auxílio na parte estatística do trabalho bem como pelas sugestões apresentadas.

Adicionalmente, agradeço ainda a todos os amigos que me incentivaram neste caminho.

Não obstante, este trabalho não seria possível sem o apoio dos meus pais e da minha irmã, bem como do Nuno, que muito incentivaram este meu projeto, a quem dedico o presente trabalho.

Resumo

Os instrumentos financeiros derivados têm assumido um papel de preponderante relevância no âmbito da gestão de risco, tendo levado os organismos de normalização contabilística a elaborar normas de contabilidade específicas para atividades de *hedging*.

O IAS 39, que estipula que estes instrumentos devem ser reconhecidos ao justo valor, define regras especiais relativamente à contabilidade de cobertura, por forma a permitir o reconhecimento dos ganhos e perdas do instrumento coberto e de cobertura no mesmo período, com vista a obviar a volatilidade artificial introduzida pelo desbalanceamento que surgiria se aqueles ganhos e perdas não ocorressem no mesmo período.

Por outro lado, o critério do justo valor tem vindo a ser duramente criticado por alegadamente introduzir uma volatilidade acrescida nos resultados das empresas, estritamente relacionada com as normas contabilísticas.

O presente estudo visa apresentar evidência empírica sobre estas críticas ao justo valor, em particular no âmbito dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de risco *cashflow*.

Assim, com base numa amostra de 46 empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* nos períodos de 2005 a 2011, os resultados da presente investigação sugerem que os resultados das empresas considerando os ajustamentos do justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco de *cashflow*, se apresentam significativamente mais voláteis que os resultados não considerando essas variações.

Adicionalmente, verifica-se que a aplicação das regras de contabilidade de cobertura é reduzida devido, principalmente, ao não cumprimento dos critérios exigidos para a qualificação dos instrumentos financeiros como instrumentos de cobertura à luz do IAS 39, os quais se revelam bastante exigentes e restritivos.

Os resultados desta investigação revestem-se de interesse tanto para a academia, como para as empresas que utilizam instrumentos financeiros derivados e, em particular, para

os organismos de normalização contabilística no âmbito do projeto de reformulação das normas contabilísticas aplicáveis a estes instrumentos.

Abstract

Derivative financial instruments have played a relevant position in the company's risk management policy, leading the accounting standard setters to establish new specific accounting standards to hedging activities.

IAS 39, which requires that all derivative instruments shall be recognized at fair value, sets out special rules regarding hedge accounting, in order to allow the recognition of gains and losses of the hedged item and hedging instrument in the same period, in order to avoid the artificial volatility that would arise if the gains and losses did not occur in the same period.

In this regard, however, the criterion of fair value has been harshly criticized for supposedly introducing additional volatility in corporate earnings, strictly related to the accounting standards.

This study aims to provide empirical evidence of these criticisms to fair value, in particular in relation to derivative financial instruments designated as cashflow hedge.

Thus, based on a sample of 46 Portuguese companies listed on Euronext Lisbon for the periods from 2005 to 2011, the results of this investigation suggest that the company's earnings considering the fair value adjustments of derivative financial instruments intended to cover cashflow risk are significantly more volatile than the company's earnings not considering those variations.

Additionally, it appears that the application of hedge accounting rules is residual, mainly due to non-compliance with the criteria required to qualify as hedging instruments for accounting purposes, which reveals to be very demanding and restrictive.

The results of this investigation are of interest both to the academy and to the companies that use derivative financial instruments and, in particular, for accounting standard setters in the current restructuring project of accounting standards applicable to these instruments.

Índice

1. Introdução	1
1.1. Enquadramento geral e objetivos	1
1.2. Estrutura da tese	2
2. Enquadramento normativo	4
2.1. Evolução e contexto atual	4
2.2. Reconhecimento e mensuração dos instrumentos financeiros	6
2.3. Regras de contabilidade de cobertura	7
2.4. O justo valor nos normativos contabilísticos	11
3. Revisão de literatura	13
3.1. Cobertura do risco	13
3.2. Contabilidade de cobertura	17
3.3. Justo valor	21
3.3.1. Vantagens e desvantagens do Justo Valor	21
3.3.2. Justo Valor e a crise financeira	27
4. Estudo empírico	31
4.1. Questão de investigação/Definição de hipóteses	31
4.2. Metodologia	32
4.3. Amostra	33
4.4. Motivos de exclusão de empresas da amostra	35
4.5. Variáveis	37

5. Resultados.....	39
5.1. Análise estatística.....	39
5.1.1. Caracterização da amostra agregada	39
5.1.2. Caracterização da Empresa-padrão	40
5.1.3. Análise da volatilidade dos resultados	42
5.2. Testes de significância.....	46
5.2.1. Seleção do teste a utilizar	46
5.2.2. Resultados.....	47
6. Conclusão	50
7. Bibliografia	54
Anexo I – Lista de empresas da amostra.....	61

Índice de tabelas

Tabela 1: Estatísticas descritivas da amostra agregada	39
Tabela 2: Média do RAI e RJV para cada ano em análise	41
Tabela 3: Estatísticas descritivas do RAI e do RJV da “Empresa-padrão”	41
Tabela 4: Volatilidade inter-anual dos resultados	43
Tabela 5: Estatísticas descritivas da volatilidade inter-anual do RAI e RJV	44
Tabela 6: Variações anuais médias do RAI e RJV	45
Tabela 7: Teste às diferenças nas estatísticas descritivas da amostra agregada	48
Tabela 8: Teste às diferenças entre as médias anuais do RAI e RJV	48
Tabela 9: Teste às diferenças na volatilidade do RAI e RJV	48
Tabela 10: Teste às diferenças nas variações médias anuais do RAI e RJV	49

Índice de Quadros

Quadro I: Mensuração dos instrumentos financeiros	6
Quadro II - Estudos sobre a relação entre a aplicação do justo valor a volatilidade dos resultados	26
Quadro III: Motivos de exclusão de empresas da amostra	36

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Média do RAI e RJV para cada ano em análise	42
Gráfico 2: Variação anual média do RAI e RJV	45

Abreviaturas utilizadas

Diretriz Contabilística	DC
Financial Accounting Standard	FAS
Financial Accounting Standards Board	FASB
International Accounting Standard	IAS
International Accounting Standards Board	IASB
International Accounting Standards Committee	IASC
International Financial Reporting Standard	IFRS
Pontos percentuais	pp
Resultado Antes de Impostos	RAI
Resultado Justo Valor	RJV
União Europeia	UE

1. Introdução

1.1. Enquadramento geral e objetivos

A partir da década de oitenta do século XX, alguns organismos de normalização contabilística, nomeadamente, o *Financial Accounting Standards Board* (“FASB”) e o *International Accounting Standards Board* (“IASB”), iniciaram a discussão sobre alternativas de mensuração dos ativos e passivos financeiros.

Neste sentido, passaram a defender a aplicação do justo valor na mensuração de alguns tipos de ativos e passivos (como seja, os de natureza financeira), em detrimento do custo histórico (Ernst & Young, 2005, Hitz, 2007).

Com efeito, esta mudança de paradigma de mensuração traduziu-se numa remodelação dos princípios contabilísticos, na medida em que, o modo de mensuração tradicionalmente adotado pelas empresas europeias no relato financeiro era, até então, o custo histórico. Assim, as mudanças não se cingiram apenas à valorização dos ativos e passivos, mas também a todo o processo subsequente de apuramento dos resultados e de elaboração das demonstrações financeiras (Bastos, 2009).

Por outro lado, a crescente dinamização dos mercados financeiros e a criação de produtos financeiros complexos trouxe novos desafios à contabilidade designadamente ao nível da relevância da informação contabilística tendo em vista a sua utilidade para os decisores económicos (*vide* Estrutura Concetual do IASB).

Neste contexto, a adoção do justo valor, em oposição ao custo histórico é defendido por alguns como a solução para este desafio (Ernst & Young, 2005). Não obstante, as considerações não são pacíficas e existem ainda autores que chegam a apontar que o justo valor poderá ter estado relacionado com a crise financeira iniciada em 2008 (Laux e Leuz, 2009).

E, embora haja uma tendência crescente para a aceitação do justo valor, a verdade é que existe uma acesa discussão sobre as vantagens e desvantagens associadas a este critério.

O justo valor é considerado mais relevante por alguns autores (Hitz, 2007, Landsman, 2006). Porém, a sua mensuração pode ser muito complexa, especialmente na ausência de preços de mercado cotados em mercados ativos, obrigando a que mensuração do justo valor por vezes seja baseada em suposições subjetivas podendo, portanto, ser objeto de manipulações¹ (Dechow et al., 2009).

Por outro lado, uma das maiores críticas, em particular ao justo valor nos instrumentos financeiros, é que este introduz uma volatilidade acrescida nos resultados das empresas, a qual não reflete apenas as variações económicas, revelando-se uma medida pró-cíclica (Fiechter, 2011).

Nesta matéria em particular, os esforços dos normalizadores internacionais, nomeadamente do IASB, têm ido na direção de adaptar as normas de contabilidade por forma a mitigar o efeito dos problemas associados ao justo valor. No caso dos instrumentos financeiros derivados, o *International Accounting Standard* (“IAS”) 39 define um tratamento de exceção para aqueles que se destinam à cobertura de risco, para que os ganhos e perdas quer do item coberto quer do item de cobertura sejam reconhecidos nos resultados no mesmo período, por forma a evitar a volatilidade fictícia que o desfasamento no reconhecimento de cada um deles poderia provocar.

Assim, o objetivo deste estudo é, na essência, averiguar se o justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco, caso fossem reconhecidos nos resultados, provocariam maior volatilidade nos resultados das empresas.

1.2. Estrutura da tese

Além do presente, esta tese contém mais cinco capítulos.

No capítulo seguinte é efetuado um enquadramento normativo no que respeita ao tratamento contabilístico dos instrumentos financeiros à luz do IAS 39, com especial ênfase na contabilidade de cobertura e no enquadramento normativo do justo valor.

¹ Argumenta-se que o justo valor possibilita comportamentos oportunistas por parte das empresas que o adotam, elevando ou não os seus ativos em função das pretensões do momento.

Depois, no terceiro capítulo, é efetuada uma breve revisão da literatura relevante para este estudo, nomeadamente, a literatura relativa às temáticas da cobertura do risco, das regras de contabilidade de cobertura e da relação entre o justo valor e a volatilidade dos resultados das empresas, apresentando-se as conclusões relevantes para a investigação a desenvolver.

Este capítulo está subdividido em 3 subcapítulos. No subcapítulo 3.1. desenvolve-se a temática da cobertura de risco, quais os objetivos da mesma, qual o seu papel e quais os impactos no valor da empresa e na sua política de gestão do risco; no subcapítulo 3.2. é efetuada uma reflexão sobre as regras definidas para a contabilidade de cobertura no âmbito do IAS 39, quais os principais problemas associados aos requisitos impostos e quais os impactos nas demonstrações financeiras, bem como na política de gestão do risco; e, por fim, no subcapítulo 3.3. é feita uma análise às vantagens e desvantagens associadas ao justo valor bem como ao seu papel no âmbito da crise financeira internacional.

No quarto capítulo, com base no enquadramento normativo apresentado, bem como na revisão de literatura, identificam-se as hipóteses de estudo (4.1.). Simultaneamente, o capítulo em apreço possui três subcapítulos adicionais, nos quais, (4.2.) se define a metodologia do estudo, incluindo o respetivo modelo de investigação, (4.3.) se apresenta a amostra utilizada, bem como (4.4.) os critérios de exclusão de algumas empresas das análises efetuadas e respetiva justificação, e (4.5) se explicitam as variáveis utilizadas.

O quinto capítulo apresenta os principais resultados do presente estudo, incluindo as principais estatísticas descritivas e necessários testes de significância. Nele se efetua também o enquadramento dos resultados no âmbito dos estudos que serviram de base à metodologia definida.

Por fim, no sexto capítulo expõem-se as principais conclusões do presente estudo, onde são ainda identificadas as limitações inerentes a esta investigação, bem como, sugestões de investigação futura.

2. Enquadramento normativo

2.1. Evolução e contexto atual

A crescente sofisticação dos mercados de capitais a nível mundial levou a maior parte das empresas a transacionar novos tipos de contratos/instrumentos, os quais se revelam bastante complexos (Pirchegger, 2004). De forma geral, estes instrumentos possibilitam às empresas alterarem a estrutura do risco de negócio e do risco financeiro.

Por outro lado, a volatilidade ao nível das taxas de câmbio, das taxas de juro e dos preços de várias *commodities*, originou a necessidade de gerir cuidadosamente os riscos de negócio e os riscos financeiros das empresas de modo a fazerem face à instabilidade existente nos mercados (Breedon e Viswanathan, 1996, Valente, 2000).

Com a globalização dos mercados financeiros, o elevado crescimento do comércio internacional, a sofisticação dos mecanismos de gestão de risco e dos sistemas de informação, a utilização de novos produtos derivados com custos bastante competitivos para a gestão do risco e para aumentar a rendibilidade dos ativos tornou-se uma prática corrente na vida de muitas empresas (Breedon e Viswanathan, 1996).

Assim, no âmbito da política de gestão de risco das empresas, os instrumentos financeiros primários como ações, obrigações e outros instrumentos de investimento, de financiamento e de gestão do risco mais tradicionais, têm vindo a dar lugar ao aparecimento de contratos mais complexos, os instrumentos financeiros derivados, tais como opções, contratos *forward*, futuros e *swaps*, para a implementação de estratégias de gestão do risco (Barnes, 2001, Jesus et al., 2001, Pirchegger, 2004).

Neste sentido, nos anos oitenta surgiram nos mercados uma série de novos instrumentos financeiros inovadores, forçando os organismos de normalização, como o FASB e o IASB a estabelecer normas de contabilidade apropriadas para atividades de *hedging* e especulação.

Neste contexto, o *International Accounting Standards Committee* (“IASC”) emitiu a primeira versão do IAS 32 – “Instrumentos Financeiros: Divulgação e Apresentação”

em março de 1995. Esta foi a primeira norma publicada pelo IASC relacionada com instrumentos financeiros.

Adicionalmente, o IASC abordou pela primeira vez a mensuração dos instrumentos financeiros com a primeira versão do IAS 39 – “Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração”, que foi publicada em março de 1999.

Devido à elevada complexidade da norma e das diferentes posições dos organismos normalizadores, bem como dos preparadores da informação financeira e da União Europeia (“UE”) relativamente à mensuração dos instrumentos financeiros, o IAS 39 foi revisto e alterado em 2001, em 2003 e em 2004 (alterações que se revelaram mais conservadoras no que concerne ao reconhecimento do justo valor).

Estas medidas foram fundamentais para permitir o endosso do IAS 39 (com duas exceções) pela Comissão Europeia, que ocorreu em novembro de 2004.

Em 2005 foi emitido o *International Financial Reporting Standard* (“IFRS”) 7 – “Instrumentos Financeiros: Divulgações”, aplicável a partir de 1 de janeiro de 2007.

Mais tarde, o IASB acabou por alterar o IAS 39 (em 2005 e 2008), e consequentemente o IFRS 7, para permitir a reclassificação de ativos financeiros de classes onde estes se encontravam mensurados ao justo valor, para outras classes baseadas no custo histórico.

Posteriormente, face aos escândalos financeiros que eclodiram com a crise financeira de 2008 e à culpabilização dos mercados financeiros e do justo valor, o IASB apresentou um calendário de substituição do IAS 39 em abril de 2009, dividido em 3 fases:

- Fase 1: Classificação e mensuração;
- Fase 2: Imparidade;
- Fase 3: Contabilidade de cobertura.

A conclusão da primeira fase levou à publicação do IFRS 9 – “Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração” em novembro de 2009, revisto em 2010 e

2011 com aplicação obrigatória para os períodos iniciados em ou após 1 de janeiro de 2015. Até lá vigora o IAS 39 na sua versão em vigor desde 1 de janeiro de 2010.

2.2. Reconhecimento e mensuração dos instrumentos financeiros

Para efeitos do nosso estudo, importa ter em consideração a versão do IAS 39 revista com as alterações efetuadas em 2009 e em vigor desde 1 de janeiro de 2010.

O IAS 39 regula a contabilização de todos os instrumentos financeiros, exigindo a classificação dos instrumentos financeiros numa de quatro categorias abaixo elencadas:

- *Financial instruments (assets or liabilities) at fair value through profit or loss;*
- *Loans and receivables;*
- *Held-to-maturity investments;*
- *Available-for-sale financial assets.*

A inclusão de um instrumento financeiro numa destas categorias determina, nomeadamente, o modo de mensuração subsequente do instrumento (custo amortizado ou justo valor) e onde são incluídas as variações do justo valor (demonstração dos resultados ou capital próprio).

Quadro I: Mensuração dos instrumentos financeiros

Categoria	Mensuração subsequente	Variações do valor contabilizado ^(a)
<i>Financial assets/liabilities at fair value through profit or loss</i>	Justo valor	Demonstração dos resultados
<i>Loans and receivables</i>	Custo amortizado	Demonstração dos resultados
<i>Held-to-maturity investments</i>	Custo amortizado	Demonstração dos resultados
<i>Available-for-sale financial assets</i>	Justo valor	Capital próprio
Outros	Custo amortizado	Demonstração dos resultados

^(a) À exceção dos instrumentos financeiros designados com destinados a cobertura de risco

Fonte: Elaboração própria a partir do IAS 39

Como resulta da tabela acima, os instrumentos financeiros ao justo valor através de resultados (1ª categoria) devem, como a própria designação indica, ser mensurados ao

justo valor, neles se incluindo os derivados. Para este efeito, é importante o domínio do conceito de justo valor, que é a quantia pela qual um ativo podia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso numa transação em que não existe relacionamento entre elas (PriceWaterHouseCoopers, 2005).

Para a determinação do justo valor de um instrumento financeiro, a norma internacional determina uma hierarquia a ser seguida:

1. Se existirem cotações divulgadas num mercado ativo para o instrumento em apreço, deve ser utilizada essa cotação para a determinação do justo valor.
2. Quando não haja mercado ativo disponível do qual se possa extrair cotação, devem ser utilizadas técnicas de avaliação, nas quais se incluem:
 - a) Os preços de mercados mais recentes, quando disponíveis, ajustados para eventos relevantes subsequentes;
 - b) Referência ao justo valor de um instrumento financeiro idêntico;
 - c) Cálculo do valor atual líquido (*Discounted cashflow model*);
 - d) Modelo de avaliação de opções;
 - e) Uma técnica de avaliação padrão da indústria que tenha sido demonstrada fornecer estimativas confiáveis dos preços obtidos em transações de mercado reais.

2.3. Regras de contabilidade de cobertura

Dadas as suas especificidades, os instrumentos financeiros de cobertura de risco são objeto de um tratamento contabilístico de exceção no IAS 39, conforme seguidamente se descreve.

Os instrumentos financeiros derivados² são usados, em alguns casos, para efetuar a cobertura dos ativos e dos passivos que são mensurados ao custo, custo amortizado ou ao justo valor com ganhos e perdas reconhecidos no capital próprio ou itens que não são reconhecidos no balanço (PriceWaterHouseCoopers, 2005).

Isso cria uma incompatibilidade no momento do reconhecimento do ganho e perda do item coberto e do item de cobertura, gerando um desbalanceamento nas demonstrações financeiras com as operações de cobertura de risco, podendo provocar um aumento fictício da volatilidade dos resultados, o que vai contra o objetivo económico destas operações. Assim, é necessário fazer ajustamentos à forma de contabilizar o instrumento coberto ou o instrumento de cobertura para eliminar esse desfasamento (PriceWaterHouseCoopers, 2005, Pulido, 2012).

Caso todos os instrumentos financeiros fossem contabilizados ao justo valor, não existia a necessidade de introduzir princípios de contabilidade de cobertura muito complexos, uma vez que as variações do instrumento de cobertura iam ser aproximadamente simétricas às do instrumento coberto e ambas as variações refletidas na demonstração de resultados com um impacto líquido muito reduzido. Aconteceria de forma similar caso todos os instrumentos fossem contabilizados ao custo histórico, já que as demonstrações financeiras não incorporariam as variações de justo valor dos derivados (Pulido, 2012).

Face às particularidades destes instrumentos financeiros acima referidas e ao seu objetivo económico, a contabilidade de cobertura, tal como definida no IAS 39, procura, assim, refletir os resultados das atividades de *hedging*, em particular do uso de derivados, relatando as variações do instrumento coberto e de cobertura no mesmo período (PriceWaterHouseCoopers, 2009).

Ou seja, a contabilidade de cobertura almeja corrigir o desfasamento temporal acima referido, alterando o momento do reconhecimento de ganhos e perdas referentes ao

² Um derivado é definido no IAS 39 como um instrumento que reúne as seguintes características: a) o seu valor altera-se em resposta à alteração numa taxa de juro, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de preços ou taxas, notação de crédito ou índice de crédito ou outra variável, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica de uma das partes do contrato (por vezes denominada "subjacente"); b) não é necessário qualquer investimento líquido inicial ou um investimento líquido inicial que seja inferior ao que seria exigido para outros tipos de contratos que se esperaria que tivessem uma resposta semelhante às alterações nos fatores de mercado; e c) é liquidado numa data futura.

instrumento de cobertura. Isso evita grande parte da volatilidade que surgiria se os ganhos e perdas de todos os derivativos fossem reconhecidos no resultado, como exigido pelos princípios contábilísticos gerais (PriceWaterHouseCoopers, 2005, PriceWaterHouseCoopers, 2009, Pulido, 2012).

Contudo, o tratamento contábilístico dos instrumentos financeiros com vista à cobertura do risco não é transversal a todos os tipos de cobertura, e o IAS 39 faz uma distinção de tratamento face ao tipo de cobertura que é efetuada, por forma a alcançar os objetivos supra.

Cumpra então referir que a contabilidade de cobertura pode ser aplicada a três tipos de relações de cobertura: *fair value hedge*, *cashflow hedge* e cobertura de um investimento líquido em operação no exterior.

➤ *Fair value hedge*

Uma cobertura de justo valor (*fair value hedge*) é uma cobertura da exposição às mudanças no justo valor de um ativo ou passivo ou um compromisso firme anteriormente não reconhecido de comprar ou vender um ativo a um preço fixo, ou uma parte de tal ativo, passivo ou compromisso firme, que seja atribuível a um risco particular e que pode afetar o resultado da empresa.

O rendimento ou gasto decorrente do instrumento de cobertura de justo valor é imediatamente reconhecido na demonstração de resultados. Ao mesmo tempo, a mudança do valor do instrumento coberto também é reconhecida imediatamente na demonstração de resultados compensando a alteração do valor do instrumento de cobertura, atingindo-se o balanceamento pretendido (pode não ser um balanceamento total na medida em que a cobertura pode não ter um grau de eficácia de 100%).

➤ *Cashflow hedge*

Uma cobertura de fluxo de caixa (*cashflow hedge*) é uma proteção da exposição da empresa à variabilidade nos fluxos de caixa, que seja atribuível a um risco particular associado a um ativo ou passivo reconhecido ou uma operação prevista, e que poderia afetar o resultado.

A parte do ganho ou perda no instrumento de cobertura que está determinado como parte da cobertura eficaz é reconhecida diretamente no capital próprio.

O ganho ou perda reconhecida no capital próprio é transferida para resultados quando o instrumento coberto tem efeitos nos resultados, pelo que se assegura a compensação dos efeitos do instrumento coberto e de cobertura no mesmo período.

Relativamente à cobertura de um investimento líquido em operação no exterior, não será abordada a sua mensuração na medida em que não tem encaixe no estudo.

Não obstante a contabilidade de cobertura representar uma exceção ao regime regra do IAS 39 e às normas contabilísticas aplicadas aos instrumentos financeiros, apenas pode ser aplicada se forem cumpridos os requisitos previstos na aludida norma, os quais se revelam bastantes complexos e limitadores (Comiskey e Mulford, 2008, Corman, 2006).

Nomeadamente, deve ser identificada, documentada e testada a eficácia das operações para as quais se pretende utilizar a contabilidade de cobertura. Especificamente:

- A relação de cobertura tem de ser formalmente designada e documentada no início da cobertura. Isto deve incluir a identificação e a documentação do objetivo da gestão de risco, o item coberto, o instrumento de cobertura, a natureza do risco coberto e a forma como a eficácia da cobertura será avaliada;
- Deve ser expectável no início da cobertura que esta seja altamente eficaz;
- A eficácia da cobertura deve ser testada regularmente e deve cair dentro de um intervalo de 80% -125%. Isso deixa alguma margem para alguma ineficácia, desde que a eficácia global caia dentro dessa faixa, e
- No caso de uma cobertura de uma transação prevista, a transação prevista deve ser "altamente provável".

Como referido, o IAS 39 exige que para a qualificação como contabilidade de cobertura, esta seja altamente eficaz. Para aferir dessa eficácia existem dois testes que se apresentam como obrigatórios:

- Teste de eficácia prospectiva, o qual é realizado no início da cobertura e em cada data de relato subsequente durante o período de cobertura. Este teste consiste em demonstrar que a entidade espera que as mudanças no justo valor ou fluxos de caixa do item coberto sejam totalmente compensadas (isto é, cerca de 100%) pelas mudanças no justo valor ou fluxos de caixa do instrumento de cobertura;
- Teste de eficácia retrospectiva, o qual é realizado em cada data de balanço ao longo do período de cobertura de acordo com uma metodologia estabelecida na documentação relativa à cobertura. O objetivo é demonstrar que a relação de cobertura foi altamente eficaz, mostrando que os resultados atuais da cobertura (isto é, a medida em que as variações do instrumento coberto compensam as do instrumento de cobertura) estão dentro do intervalo de 80%-125%.

Assim, a parte ineficaz da cobertura é sistemática e imediatamente refletida na demonstração de resultados.

Face ao exposto, os critérios de contabilização de cobertura são onerosos e têm implicações nos sistemas para todas as entidades (Beisland, 2010).

A contabilidade de cobertura é efetivamente uma opção, pelo que a gestão deve considerar os custos³ e benefícios ao decidir usá-la.

Atento o exposto, conclui-se pela complexidade associada às normas que regulam os instrumentos financeiros, sendo o IAS 39, em particular no que respeita às regras específicas de contabilidade de cobertura, uma das temáticas mais complexas e de mais difícil aplicação (Lopes e Rodrigues, 2004, Pulido, 2012).

2.4. O justo valor nos normativos contabilísticos

Não obstante a atualidade da discussão em torno do princípio do justo valor, este não é um tema novo, sendo que apareceu pela primeira vez a 8 de agosto de 1991, isto é, há 22 anos, na Diretriz Contabilística n.º 1 (DC1) – “Tratamento Contabilístico de Concentrações de Atividades Empresariais”.

³ Grande parte da carga e dos custos associados à utilização de contabilidade de cobertura decorre da exigência dos testes de eficácia (PriceWaterHouseCoopers, 2005, PriceWaterHouseCoopers, 2009).

No plano internacional, na sequência das normas emanadas pelo IASB que favoreciam a aplicação do justo valor, este aprovou, em 2001, mediante a publicação da Diretiva 2001/65/CE, alterações à 4ª e 7ª diretiva, no sentido de acolherem o justo valor como critério de valorimetria.

Em resumo, esta diretiva visava a imposição aos Estados-membros de um requisito no sentido de autorizarem ou obrigarem todas as empresas, ou certas categorias de empresas, a valorizarem pelo justo valor todos os instrumentos financeiros, nomeadamente os instrumentos financeiros derivados, à exceção de alguns especificados no diploma.

O mais recente desenvolvimento a respeito do conceito do justo valor surge com a aprovação, em maio de 2011, da IFRS 13 – “Mensuração do Justo Valor”, de aplicação a partir de 1 de janeiro de 2013, sendo de aplicação imediata a empresas cotadas em bolsa (Regulamento UE N.º 1255/2012 da Comissão).

O objetivo da norma é tão só agregar todos os aspetos concetuais do justo valor. Nela se preveem as regras de mensuração dos ativos, passivos e instrumentos de capital próprio, as técnicas de mensuração, a hierarquia da aplicação do justo valor (define três níveis) e as informações a divulgar no Anexo a respeito do conceito.

3. Revisão de literatura

Este capítulo tem por finalidade efetuar uma revisão da literatura sobre os estudos empíricos existentes relativos ao tema do presente estudo e está dividido em três subcapítulos que se entendem conter os assuntos pertinentes para o mesmo, a saber:

- Cobertura do risco, por ser a realidade económico-financeira que motivou a criação das regras contabilísticas de cobertura;
- Contabilidade de cobertura;
- Justo Valor (o qual, por sua vez, está dividido em dois subcapítulos: (3.2.1.) Vantagens e Desvantagens do Justo Valor e (3.2.2.) o Justo Valor e a crise financeira), pela sua importância e controvérsia no âmbito da mensuração dos instrumentos financeiros derivados.

3.1. Cobertura do risco

Versando, o presente estudo, sobre o justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de risco, é importante, antes de tecer qualquer consideração sobre as regras de contabilidade de cobertura, perceber o conceito que lhe está subjacente, na medida em que a contabilidade apenas visa refletir nas demonstrações financeiras da empresa as suas atividades económicas e financeiras. Neste sentido, no presente capítulo, é apresentada a literatura sobre a política de gestão do risco, a sua importância e quais as implicações para a empresa, em termos financeiros e económicos.

De forma geral, podemos definir risco como uma situação em que existe a probabilidade de uma determinada situação ter um resultado diferente daquele que é desejado (Howe, 1991).

Ora, a cobertura de risco pode, assim, numa perspetiva tradicional, ser definida como o conjunto de políticas e de medidas com vista à redução da exposição ao risco por parte da empresa, *i.e.*, reduzir a dependência dos resultados da empresa a alterações de determinadas variáveis⁴.

⁴ Segundo Markowitz (1959), o *hedging* surge como forma de gerir um tipo particular de risco, o risco de mercado, o não diversificável.

Face ao referido, a cobertura de risco apresenta-se como uma das várias decisões de política financeira que abrangem um conjunto diversificado de instrumentos de cobertura e cujo objetivo é reduzir a volatilidade dos resultados da empresa (Stulz, 1984).

Não obstante, esta visão tradicional revela-se muito limitava, colocando o principal enfoque nos agentes económicos avessos ao risco.

Neste sentido, Smith e Stulz (1985) introduziram uma nova perspetiva sobre a gestão do risco, nomeadamente integrando-a na gestão financeira, através da sua utilização para a maximização do valor da empresa. Segundo estes autores, a cobertura de risco corresponderá às políticas implementadas pela empresa capazes de reduzir o impacto de determinadas variáveis sobre o valor da mesma, ou seja, teria como objetivo reduzir a dependência do valor da empresa a alterações de determinadas variáveis. Portanto, a cobertura do risco só será útil, na perspetiva da moderna teoria financeira, se permitir aumentar o valor da empresa e, mais concretamente, se permitir o acréscimo de valor para os acionistas.

Conclui-se, então, que a gestão do risco poderá estar ao serviço de dois objetivos: a redução da volatilidade dos resultados (na medida em que os gestores são avessos a reportar resultados voláteis) e o incremento do valor da empresa⁵. Neste âmbito, cumpre referir que os instrumentos financeiros derivados têm assumido especial relevância e generalizada aceitação (Jesus et al., 2001). Não obstante as grandes empresas são mais propensas a utilizar derivados do que as pequenas empresas (Nance et al. 1993, Valente, 2000)⁶.

Assim, podemos melhor compreender a importância da gestão do risco, atentando no método de avaliação tradicional do valor da empresa, o qual corresponderá ao valor atual dos *cashflows* futuros esperados, descontados a uma dada taxa que reflete quer o risco operacional da empresa quer o *mix* de financiamento utilizado.

⁵ Com efeito, na medida em que a política de gestão de risco fosse neutra do ponto de vista do valor da empresa, os gestores não dedicariam atenção à temática da cobertura do risco, na medida em que a mesma tem custos associados à detenção dos próprios derivados.

⁶ É típico as empresas utilizarem cobertura de risco natural antes da escolha da utilização de derivados (Comiskey and Mulford, 2008).

A gestão do risco poderá então contribuir para aumentar o valor da empresa, devido ou ao seu efeito nos *cashflows* futuros, ou nas taxas de retorno exigidas ou em ambos (Jesus et al., 2001).

Estando perante uma grande empresa, detida por um grande número de acionistas bem diversificados, apenas existirá vantagem em ser a empresa a efetuar a cobertura do risco associada à variabilidade dos seus resultados, caso resulte num aumento dos resultados da empresa, pois não existe impacto na taxa de retorno exigida, na medida em que os acionistas conseguem eliminar o risco diversificável individualmente (Valente, 2000).

A este respeito, a evidência empírica demonstra que, mesmo em grandes empresas, as atividades de gestão do risco maximizam o valor da empresa (Aretz e Bartram et al., 2009), sendo esse, na maior parte dos casos, o principal motivo do seu uso em detrimento da redução da volatilidade (Smith e Stulz, 1985).

Neste sentido, na medida em que na esfera das grandes empresas, o impacto da gestão de risco no valor da empresa resultará principalmente dos seus efeitos ao nível dos *cashflows*⁷ gerados por estas, é pertinente questionar de que forma a gestão do risco afeta os aludidos *cashflows*.

A este respeito importa referir Modigliani e Miller (1958), segundo os quais, as decisões de financiamento da empresa - incluindo as de gestão de risco - não afetam o seu valor, num cenário em que as decisões de investimento sejam consideradas como dados e que não existam impostos ou custos de transação.

Então, se desdobrarmos este paradigma, facilmente concluímos que a gestão do risco poderá aumentar o valor da empresa, pelo efeito que produz nos impostos a pagar pela empresa, nos custos de transação ou nas decisões de investimento, os quais por si mesmos afetam os resultados (Nance et al., 1993), conforme se descreve infra:

Decisões de investimento: A cobertura do risco beneficia a criação de valor para a empresa, ao possibilitar a existência interna de fundos suficientes para que esta aproveite as oportunidades de investimento mais atrativas (Froot et al., 1993).

⁷ A este propósito, *vide* Disatnik et al. (2012), que corrobora a afirmação.

Impostos: Através da cobertura do rendimento coletável, verifica-se que o aumento de imposto nos anos de rendimento elevado será menor que a redução de imposto nos anos de rendimento baixo e, conseqüentemente, a carga fiscal será tendencialmente menor (Smith e Stulz, 1985).

Custos de transação: Através da redução da variabilidade do futuro valor da empresa, a cobertura do risco reduz a probabilidade de incorrer em custos de falência, beneficiando acionistas e obrigacionistas, na medida em que menores custos de transação suportarão (Nance et al., 1993).

Não obstante, se a cobertura de risco tiver custos, só fará sentido efetuá-la quando os benefícios a ela associados - tal como redução nos impostos, aumento da capacidade de endividamento ou melhores decisões de investimento - excederem esses custos.

A respeito da relação entre a cobertura de risco e o valor da empresa existe uma vasta quantidade de estudos, tendo como ponto de partida os pressupostos de Modigliani e Miller, que confirmam a relação positiva entre ambas.

Allayannis e Weston (2001) documentaram uma associação positiva entre o uso de derivativos destinados à cobertura do risco cambial e o valor da empresa nos Estados Unidos. Bartram et al. (2009) verificaram que o uso de derivativos para a cobertura do risco taxa de juro está associado a um valor da empresa superior, num leque vasto de países. Bartram et al. (2011) encontraram uma associação positiva entre o uso de qualquer tipo de derivativos e o valor da empresa. Disatnik et al. (2012) evidenciam que a cobertura do risco de fluxo de caixa (*cashflow hedging*) tem um efeito positivo no valor da empresa, traduzindo-se num aumento das reservas disponíveis e portanto da liquidez. Uma referência pertinente é que a evidência do aumento do valor da empresa é clara para vários estudos que se centram no *cashflow hedging*, não obstante, quando é considerado em conjunto com *fair value hedging*, o efeito da cobertura de risco é inconclusivo, pelo que os autores acreditam que a cobertura de justo valor não contribui para aumentar o valor da empresa. Por fim, uma referência ao estudo de Graham e Rogers (2002) que concluem que a cobertura de risco aumenta o valor da empresa, devido ao aumento da capacidade de endividamento.

3.2. Contabilidade de cobertura

Desde os anos oitenta uma série de novos instrumentos financeiros inovadores surgiram nos mercados financeiros e têm sido crescentemente utilizados por empresas para a gestão de risco estratégico corporativo (Nance et al., 1993). Esta tendência forçou organismos de normalização, como o FASB e o IASB a elaborar normas de contabilidade apropriadas para atividades de *hedging* e especulação.

Com efeito, antes da publicação do IAS 39, o tratamento contabilístico dos derivados era incompleto e inconsistente (Beisland, 2010, Lins et al., 2011). Os derivados de cobertura normalmente não eram refletidos nas demonstrações financeiras e a maioria das empresas apenas divulgava informações sobre os derivados nas notas do Relatório & Contas. Os ganhos e perdas de um instrumento de cobertura não eram reconhecidos no mesmo período em que os ganhos ou perdas correspondentes do item coberto eram reconhecidos. Esta prática contabilística de diferimento foi alterada com a introdução do IAS 39, o qual visa reconhecer os ganhos e perdas do instrumento coberto e de cobertura no mesmo período (Beisland, 2010).

Esta é uma das razões pelas quais a norma que regula os instrumentos financeiros sempre foi vista como uma das mais complexas e tem sido objeto de várias revisões (Pirchegger, 2004) e alterações ao longo do tempo.

Os organismos de normalização entendem a contabilidade de cobertura como um privilégio e que as empresas estão definitivamente interessadas em aplicá-la. O que, aliás, faz sentido, na medida em que um dos propósitos da contabilidade de cobertura é reduzir a volatilidade dos resultados das empresas por variação no justo valor dos derivados de cobertura, e que existe uma aversão dos gestores ao risco (Chen et al., 2012).

Não obstante, contrariando este raciocínio, essa opção nem sempre é efetuada, na medida em que se verificam situações em que o *hedging* é economicamente vantajoso e as empresas não aplicam as regras contabilísticas correspondentes (Comiskey e Mulford, 2008, Lopes e Rodrigues, 2004, Pirchegger, 2004) ou porque não se revela vantajoso do ponto de vista dos benefícios em termos de custo de capital ou porque os

requisitos da norma se revelam muito exigentes e difíceis de cumprir (Beisland, 2010, Comiskey e Mulford, 2008).

Sobre este ponto, Barbara Pirchegger (2004), no seu estudo analisando as implicações da utilização de contabilidade de cobertura e da não utilização, conclui que num modelo de dois períodos considerando agentes avessos ao risco, quase sempre é benéfico não usar a contabilidade de cobertura, mesmo que se revele útil do ponto de vista económico e financeiro. Tal resulta do facto de a contabilidade de cobertura concentrar o risco no segundo período, enquanto a não designação da cobertura dilui o risco entre ambos os períodos. O diferimento de parte do risco para período 1 não só permite reduzir os prémios de risco exigidos, como suaviza o *trade-off* entre o esforço e a partilha de risco. Esta é a justificação da superioridade de não designação de cobertura quando comparado à designação como tal.

Neste âmbito, Comiskey e Mulford (2008) concluíram no mesmo sentido no seu estudo de análise dos relatórios de várias empresas, no que respeita à utilização das regras de contabilidade de cobertura. Ao analisar as divulgações dos relatórios de várias empresas de diversos setores, notaram que a contabilidade de cobertura tende a não ser muito utilizada devido à complexidade que lhe é inerente e aos custos da respetiva documentação.

Ainda neste sentido, Gebhardt et al. (2004) desenvolveram um estudo sobre os efeitos nos bancos de três normas contabilísticas para instrumentos financeiros – o antigo IAS 39, o IAS 39 em vigor à data do estudo ou US GAAP (que se revelam muito semelhantes), e um modelo *Full Fair Value* (FFV). Desenvolveram um modelo de simulação que capta as características essenciais de um banco universal, com banco de investimento e banco comercial, e fizeram simulações para situações distintas (balanço totalmente coberto ou parcialmente coberto), utilizando dados históricos de períodos com taxas de juros crescentes e decrescentes. Concluíram que os bancos muitas vezes não conseguem nem estão dispostos a cumprir as regras e requisitos impostos pelo IAS 39 para designação de um instrumento financeiro como instrumento de cobertura e optam por não fazê-lo. Assim, concluem que, ainda que os bancos cubram todos os riscos, podem apresentar resultados mais voláteis do que bancos parcialmente cobertos.

Adicionalmente, Lopes e Rodrigues (2004), analisando os métodos de contabilidade de cobertura nas empresas portuguesas, concluíram que a maioria das empresas (44,4%) efetua cobertura do risco sem cumprir as exigências do IAS 39. Apenas duas empresas reconheciam os ganhos e perdas como operações de cobertura, e grande percentagem de empresas (a maioria do setor não-financeiro) não divulga o método contabilístico usado para os derivados de cobertura.

Há, efetivamente, uma troca clara nas decisões de não-designação: o custo do aumento da volatilidade *versus* o custo inicial e os encargos decorrentes da manutenção da contabilidade de cobertura decorrente das normas. A referência frequente para o aumento da volatilidade dos resultados por parte das empresas que não designam derivados para *hedge accounting* implicaria que as empresas estão cientes desta troca (Comiskey e Mulford, 2008).

Neste contexto, o objetivo de reduzir a volatilidade de resultados, preconizada pelo IAS 39 no âmbito das regras de contabilidade de cobertura, torna-se difícil de conciliar com a abundância de derivados que são adquiridos para fins de cobertura, mas depois não são designados como contabilidade de cobertura (Gebhardt et al., 2004). A este respeito, o aumento da volatilidade será geralmente maior no caso das coberturas de risco *cashflow* que não sejam designadas contabilisticamente como tal, uma vez que os ganhos ou perdas no instrumento financeiro derivado estão incluídos na demonstração dos resultados, sem a compensação da perda ou ganho do instrumento coberto (Comiskey e Mulford, 2008).

Assim, na prática, e neste âmbito, a volatilidade associada à utilização do justo valor nos instrumentos financeiros destinados à cobertura de risco estará tipicamente relacionada com o uso de derivados para cobertura de risco *cashflow* que não se qualificam para contabilidade de cobertura ou simplesmente não são designados como contabilidade de cobertura. Nesse caso, as variações de justo valor são levadas diretamente a resultado e daí poderá surgir então a maior volatilidade.

Em face do exposto, com a definição de regras de contabilidade de cobertura, os organismos internacionais visam mitigar grande parte da volatilidade (fictícia) que surgiria se os ganhos e perdas de todos os derivados fossem reconhecidos no resultado,

como exigido pelos princípios contabilísticos normais (Gebhardt et al., 2004, PriceWaterHouseCoopers, 2009).

Não obstante, a evidência mencionada demonstra que a existência de regras de contabilidade de cobertura como opção não tem permitido alcançar os objetivos com que as mesmas foram concebidas pelos organismos internacionais de contabilidade, isto é, reduzir a volatilidade dos resultados da empresa.

De facto, a adoção das regras de contabilidade de cobertura do IAS 39 revela-se reduzida.

Relativamente ao impacto das regras de contabilidade de cobertura na política financeira da empresa, Lins et al. (2011), analisaram através de respostas de CFO's de 36 países, se e como as empresas alteraram as suas políticas de gestão de risco, aquando da introdução das normas de reporte do justo valor dos derivados. Uma fração substancial de empresas (42%) afirmou que as suas políticas de gestão de risco foram materialmente afetadas. A este respeito, verificaram ainda que as empresas estão mais propensas a serem afetadas se efetuarem cobertura do risco de *cashflow* e documentaram uma diminuição substancial na cobertura cambial e na utilização de instrumentos de *hedging* não lineares. Assim, concluíram que as regras de reporte do justo valor dos instrumentos financeiros derivados tiveram um impacto material sobre o uso dos mesmos, com a redução do uso de derivados para fins especulativos, comprometendo as estratégias de *hedging*.

Assim se conclui que, as regras de contabilidade de cobertura estipuladas pelo IAS 39 não se apresentam neutras do ponto de vista de política financeira das empresas, tendo impacto ao nível da estratégia de gestão de risco (Lins et al., 2011, Pirchegger, 2004).

Por fim, no que respeita ao impacto económico das regras de justo valor dos instrumentos financeiros derivados, existem ainda poucos estudos empíricos [os quais se direcionam, principalmente para empresas dos Estados Unidos, onde a norma é o SFAS 133 (idêntico ao IAS 39)], que não se revelam, no entanto, conclusivos.

Singh (2004) não encontra alterações nos rendimentos nem na volatilidade dos *cashflows* com a adoção da norma. Em contraste, Gebhardt et al. (2004) documentaram

que a volatilidade dos resultados é completamente removida se todos os instrumentos de cobertura puderem ser, e sejam designados como cobertura de *cashflow*. No entanto, observaram volatilidade no resultado integral e, assim, dos capitais próprios, o que representa uma desvantagem no sentido de que o valor da empresa depende do valor dos capitais próprios. No mesmo sentido, Zhang (2009) conclui que a volatilidade dos *cashflows* para os especuladores, definidos no seu estudo como novos utilizadores de derivados cuja exposição ao risco não diminuiu após o início de um programa de derivados, diminuiu após a introdução do SFAS 133.

Ainda assim, a utilização do justo valor é crescente e é provável que a contabilidade de cobertura continue a assumir uma posição relevante nas empresas (Comiskey e Mulford, 2008).

3.3. Justo valor

3.3.1. Vantagens e desvantagens do Justo Valor

Os princípios contabilísticos tradicionais são pessimistas e não contam com lucros não realizados, pelo que a mensuração ao justo valor constitui uma revolução na forma de reporte⁸.

Mesmo assim, a mensuração ao justo valor tem vindo a tornar-se cada vez mais importante no âmbito das normas de contabilidade (Hitz, 2007). Os reguladores sugerem que o justo valor conduz a informação financeira de maior qualidade porque os seus valores são mais oportunos e mais relevantes (Ernst & Young, 2005, Hitz, 2007) enquanto mecanismo de decisão. Consequentemente, os investidores deverão beneficiar da introdução da contabilidade a justo valor, pois permite-lhes tomar decisões melhores e mais informadas (Linsmeier, 2010).

Adicionalmente, ao refletir as condições de mercado, e no pressuposto de que os mercados funcionam de forma eficiente, o justo valor, em especial aplicado aos instrumentos financeiros, revela-se uma medida superior na medida em que incorpora mais informação para suportar as decisões dos investidores (Hitz, 2007).

⁸ Professor Rogério Fernandes Ferreira, Revista TOC n.º 110, maio de 2009.

Em particular, o FASB e IASB pretendem alcançar a contabilidade de justo valor integral para os instrumentos financeiros, e ambos já fizeram essa opção em muitas circunstâncias (Fiechter, 2011, Landsman, 2006, Song, 2008).

No entanto, coloca-se a questão de saber se o justo valor deve ser usado no reconhecimento de rendimentos e em que medida as variações de justo valor devem ser reconhecidas como ganhos e perdas nos resultados quando os mercados não são ativos.

Neste âmbito, os princípios contabilísticos associados tanto ao custo histórico como ao justo valor, a fiabilidade e a relevância, respetivamente, assumem um papel preponderante (Laux, 2012, Laux e Leuz, 2009).

Enquanto o custo histórico prima pela fiabilidade na mensuração, mas revela, na maioria dos casos, pouca relevância, o critério do justo valor evidencia exatamente o contrário (Barth, 1994, Barth, 2004, Barth, 2006, Barth e Landsman, 2010, Barth et al., 1995). A escolha trata-se de um *trade-off* entre relevância e fiabilidade nas demonstrações financeiras.

É neste sentido que se pode afirmar que a aplicação do justo valor acolheria mais consenso caso o primado da relevância não ocorresse em detrimento das outras condições como a fiabilidade.⁹

De um ponto de vista teórico, o justo valor é considerado mais relevante¹⁰, uma vez que reflete as condições de mercado atuais e expectativas futuras (Barth, 1994, Hitz, 2007), enquanto o custo histórico apenas indica as condições existentes no momento da compra ou produção, o que corresponde ao justo valor naquele momento, ignorando valores de mercado e custos de oportunidade.

Neste sentido, a aplicação do justo valor às grandezas contabilísticas da empresa permite, a cada momento, melhor aferir da capacidade da entidade fazer face aos seus compromissos e de obter recursos financeiros, recorrendo à alienação dos seus ativos,

⁹ Carlos Alberto da Silva e Cunha, Alexandra Correia e Paulo Oliveira, Revista TOC n.º 129, dezembro 2010.

¹⁰ No entanto, a evidência é mista. Por exemplo, Barth et al. (1995) estudando o período de 1971-1990 não encontram evidência de que a volatilidade incremental, quando os ganhos e as perdas de justo valor não realizados divulgados são incluídos no lucro líquido, se encontra refletida nas cotações.

atribuindo valores mais ajustados à realidade de cada empresa (Gebhardt et al., 2004). Não obstante, pode também ser contra-argumentando que o registo de imparidades, que são avaliadas a cada data de relato, são uma forma de mitigar esta lacuna do custo histórico (Pozen, 2009). Ainda assim, a evidência não é conclusiva, na medida em que os testes de imparidade podem não revestir relevância para a tomada de informação e não corresponder ao justo valor (Linsmeier, 2010).

No caso particular dos instrumentos financeiros, um método de mensuração adequado exige a sua classificação ao justo valor, na medida em que este proporciona um aviso antecipado para investidores e reguladores sobre mudanças nas expectativas dos mercados em momentos em que os preços caem e o risco aumenta. A técnica do custo histórico e os testes de imparidade não proporcionam esta informação (Linsmeier, 2010).

No entanto, existem alguns problemas práticos associados ao justo valor. Por um lado, a sua mensuração pode ser muito complexa, especialmente na ausência de preços de mercado cotados em mercados ativos, obrigando a que mensuração do justo valor por vezes seja baseada em suposições subjetivas podendo, portanto, ser objeto de manipulações oportunistas por parte dos gestores que aproveitam a discricionariedade que a determinação do justo valor em alguns casos permite (Dechow et al., 2009, Nissim, 2003, Song, 2008). Não obstante, nem todos os estudos empíricos corroboram a afirmação (Gkougkousi e Mertens, 2010).

Por outro lado, uma das maiores críticas ao justo valor, em especial nos instrumentos financeiros, é que este introduz uma volatilidade acrescida nos resultados das empresas, o qual não refletirá apenas as variações económicas e o risco subjacente ao negócio e atividade, e que se revela uma medida pró-cíclica que exacerba a volatilidade subjacente da empresa, introduzindo um fator de volatilidade estritamente relacionado com as normas contabilísticas (Fiechter, 2011, Plantin et al., 2004, Plantin et al., 2007).

Face ao referido, tem-se argumentado que o justo valor poderá introduzir volatilidade nos resultados das empresas pelo reconhecimento de ganhos/perdas não realizados.

Na verdade, o efeito adverso do justo valor poderá resultar por um lado na volatilidade fictícia dos resultados derivada das normas contabilísticas, como é o caso dos instrumentos de cobertura não designados como tal, e, por outro, na prociclicidade dos mesmos (Allen e Carletti, 2008, Plantin et al., 2007).

A este respeito, Barth et al. (1995) investigaram as críticas dos profissionais de contabilidade ao justo valor, tendo concluído que os resultados baseados no critério do justo valor são mais voláteis do que no custo histórico, mas os valores das ações não refletem a volatilidade incremental.

Noutro estudo, Barth (2004) conclui que existe um crescimento da adoção do justo valor no setor financeiro mas que este implica um aumento da volatilidade. Nesse sentido identifica três fontes de volatilidade: a de erro de estimativa (que é comum em mercados ilíquidos e cujas cotações não são conhecidas), volatilidade decorrente do uso de critérios de mensuração diferentes para ativos diferentes e por fim a volatilidade inerente, que respeita às naturais oscilações económicas.

Não obstante, por exemplo o FASB, em fevereiro de 2007, através do *Financial Accounting Standard* (“FAS”) 159, deu a opção de as empresas escolherem mensurar determinados instrumentos financeiros a justo valor que não eram à data obrigados a serem mensurados pelo justo valor, alegando que a adoção teria a vantagem de poder mitigar a volatilidade nos lucros (ao eliminar o desbalanceamento que decorre de o método de mensuração dos instrumentos financeiros ser misto) e simplificar a aplicação das regras de contabilidade de cobertura.

Neste contexto, parece pertinente avaliar a posição dos organismos a este respeito, bem como dos oponentes do justo valor, no sentido de perceber, se o justo valor, efetivamente, introduz maior volatilidade nos resultados, no que respeita aos instrumentos financeiros derivados.

Neste âmbito, Hodder et al. (2006) investigaram, para uma amostra de 202 bancos comerciais dos Estados Unidos entre 1996 e 2004, a relevância do risco associado à volatilidade do resultado líquido dos bancos, do resultado integral, e de uma medida de rendimento *full fair value* (FFV), que inclui rendimentos não realizados em todos os

instrumentos financeiros e derivados. O objetivo do trabalho foi avaliar em que medida estas três medidas de volatilidade do rendimento representam o risco dos bancos comerciais. O *proxy* para a volatilidade foi o desvio-padrão daquelas medidas. Os autores concluíram que a volatilidade do resultado FFV é significativamente maior do que a volatilidade do resultado líquido para 90% de bancos da amostra, e é significativamente maior do que a volatilidade do resultado integral para 77% dos bancos em estudo. Concluíram também que a volatilidade do resultado FFV (além de volatilidade no rendimento líquido e do resultado integral) está positivamente associada com o desvio-padrão dos retornos de ações e das taxas de juro.

Adicionalmente, Fiechter (2011) construiu uma amostra internacional de 227 bancos de 41 países e investigou se a aplicação do justo valor a instrumentos financeiros para reduzir desfasamentos contabilísticos provocou uma redução da volatilidade dos lucros desses bancos, como era pretensão do IASB ou se por outro lado, a aumentou. A *proxy* para a volatilidade dos resultados é calculada com base no desvio-padrão do Resultado Antes de Imposto (“RAI”), por forma a isolar efeitos da legislação fiscal. O estudo fornece evidência de que o impacto do justo valor na volatilidade dos resultados deve ser avaliado com base na intenção de aplicação. Os bancos que aplicam o justo valor principalmente para reduzir desfasamentos contabilísticos, apresentam níveis mais baixos de volatilidade dos lucros que o grupo de controlo. Os resultados também indicam que a aplicação do justo valor é uma ferramenta mais eficaz para reduzir a volatilidade dos lucros do que as técnicas de contabilidade de cobertura de acordo com o IAS 39.

Por fim, Plantin et al. (2007) tentaram perceber se o justo valor introduz uma volatilidade excessiva nos preços de transações, ou seja, se leva ao aparecimento de uma fonte adicional e endógena de volatilidade derivada das normas contabilísticas em vez de algo que reflete os fundamentos subjacentes ao ativo. Concluíram que, em equilíbrio, o modelo de mensuração tem um impacto sobre o fator desconto estocástico da carteira. Nesse contexto, o custo histórico apresenta-se contra-cíclico suavizando a volatilidade dos ativos, enquanto o justo valor se apresenta pró-cíclico e aumenta o risco.

Assim, os mercados financeiros têm diversas ineficiências, entre as quais a volatilidade que se traduz em pró-ciclicidade nos mercados de grande frequência e magnitude. Ora, o justo valor, ao incorporar essa informação do mercado, incorpora os aludidos movimentos nas demonstrações financeiras, os quais poderão não revestir utilidade para os utilizadores, pois poderão traduzir apenas uma ineficiência e não informação relevante (Plantin et al., 2007).

Não obstante, dada a dinâmica dos mercados financeiros e uma vez que os investidores pretendem tomar decisões com base no valor da empresa mais próximo da realidade, o justo valor tem-se revelado como a opção de mensuração mais adequada (Barth, 2004, Linsmeier, 2010).

Em suma, sistematizam-se na tabela seguinte os estudos sobre o impacto do justo valor na volatilidade dos resultados das empresas:

Quadro II - Estudos sobre a relação entre a aplicação do justo valor a volatilidade dos resultados

Autor (es)	Ano	Países	Setor	Período em análise	Principais conclusões
Barth, Landsman e Wahlen	1995	Estados Unidos	Bancário	1971-1990	A aplicação do justo valor aumenta a volatilidade
Hodder, Hopkins e Wahlen	2006	Estados Unidos	Bancário	1996-2004	A aplicação do justo valor aumenta a volatilidade
Fiechter	2011	41 países	Bancário	janeiro de 2006 - julho de 2007	A aplicação do justo valor diminui a volatilidade (se aplicado para reduzir desfasamentos contabilísticos)
Barth	2004	Demonstração teórica de aplicação geral			A aplicação do justo valor aumenta a volatilidade
Plantin, Sapra e Shin	2007	Demonstração teórica de aplicação geral			A aplicação do justo valor aumenta a volatilidade

Fonte: Elaboração própria

Contudo, os principais estudos realizados acerca deste tema revelam que, quando existe opção, o custo histórico continua, ainda assim, a estar no topo das preferências, o que em muitos casos se relaciona com a complexidade e custos associados à obtenção do justo valor (Conceição, 2009), e em outros com a aversão dos gestores à volatilidade dos resultados e a mensagem que isso passa ao mercado (Chen et al., 2012).

De facto, ambos os métodos de mensuração apresentam vantagens e desvantagens, revelando-se, cada um, como mais adequado em circunstâncias específicas. Num cenário de mercados líquidos e cuja vida dos ativos é reduzida, provavelmente o justo valor revela-se mais adequado, verificando-se o mesmo para o custo histórico em situação contrária (Plantin et al., 2004).

Face ao exposto conclui-se que, a mensuração a justo valor, tende a produzir uma informação mais atualizada já que assenta, normalmente, em valores correntes de mercado. A existência de um mercado ativo, que serve de referência à sua determinação, confere-lhe, regra geral, um elevado grau de objetividade, fiabilidade e neutralidade. Porém, na ausência de um mercado ativo torna-se necessário recorrer a técnicas e modelos de avaliação para auxiliar a determinação da melhor estimativa do preço de mercado corrente. Desta forma, a fiabilidade e neutralidade conferida à informação produzida pela mensuração a justo valor será menor com o aumento da subjetividade, e maior a propensão para a manipulação da informação.

3.3.2. Justo Valor e a crise financeira

Conforme já foi referido, umas das discussões mais persistentes no plano contabilístico internacional, continua a ser a da opção de mensuração dos ativos e passivos ao justo valor. Neste particular, os instrumentos financeiros revelam-se como o centro das atenções, na medida em que não existe uma real opção, sendo a mensuração ao justo valor mais uma regra.

Sendo as entidades bancárias as principais utilizadoras de instrumentos financeiros, foram também as principais oponentes ao justo valor (Laux e Leuz, 2009).

De facto, quando as instituições tiveram de registar os seus ativos pelo valor de mercado, foram revelados alguns ativos problemáticos, pelo que se assistiu a um

agravamento marcado da situação patrimonial das empresas. Este facto serviu de base à culpabilização do método do justo valor pela crise financeira que vivemos, em especial por parte dos bancos (Laux e Leuz, 2009).

Uma crítica fundamental é que os resultados decorrentes da aplicação do justo valor causam uma volatilidade excessiva quando os mercados se tornam ilíquidos e os preços de mercado são voláteis, como nos casos de crise financeira, e que pode não refletir adequadamente as condições subjacentes, e, portanto, distorcer as decisões de gestão (Barth et al., 1995, Fiechter, 2011, Plantin et al., 2007).

Neste sentido, existem dois problemas básicos associados ao justo valor na atual crise que se relacionam com a dificuldade em estimar valores em mercados ilíquidos e instáveis e com o facto de o justo valor ser pro-cíclico, *i.e.*, agravar oscilações no sistema financeiro, o que pode causar uma espiral descendente nos mercados (Shamkuts, 2010).

Assim, o impacto que poderá ter o justo valor na estabilidade económica (Laux e Leuz, 2009), representa uma preocupação. Reconhecer os ganhos e as perdas à medida que elas se verificam, ainda que não realizados, em tempo de recessão, poderá levar a uma pressão acrescida de descida dos preços de mercado e do seu valor, exacerbando os efeitos da crise (efeito pró-cíclico).

A preocupação com o excesso de volatilidade é que os investidores podem acreditar que o negócio subjacente tem mais risco do que realmente tem. Mas se a volatilidade dos resultados, na verdade, representa um fator de decisão errada para os investidores por estes sobrestimarem o risco de negócio, então o custo histórico, pela sua menor volatilidade, sistematicamente faria os investidores subestimarem o risco do negócio ou sobrestimarem a habilidade dos gestores dos bancos para lidar com o risco dos títulos que detêm.

O Banco Central Europeu mostra que a aplicação do justo valor melhora a perceção das verdadeiras consequências económicas das operações financeiras, bem como proporciona demonstrações financeiras mais atualizadas. No entanto, o justo valor

poderá induzir efeitos pró-cíclicos e até mesmo colocar em risco a estabilidade dos mercados financeiros se os ganhos de justo valor não realizados forem distribuídos¹¹.

Não obstante, ainda que os argumentos que culpabilizem o justo valor pela crise financeira possam apresentar-se sólidos, alguns estudos recentes (Barth e Landsman, 2010, Enria et al., 2004), proporcionam evidência de que o justo valor não introduz um fator pró-cíclico, concluindo igualmente que outros fatores que não o justo valor, é que colocaram uma pressão acrescida a este título, levando à precipitação de falências de alguns bancos. Na verdade, ainda que o justo valor possa introduzir maior volatilidade e se revele pró-cíclico (Arouri et al., 2012, Gkougkousi e Mertens, 2010) não existe evidência de que teve algum papel na crise financeira (Laux e Leuz, 2010).

Pelo contrário, a evidência tem demonstrado que a mensuração do justo valor, ao refletir condições de mercado atuais, ao invés da extremamente artificial estabilidade do custo histórico (Plantin et al., 2004), proporciona um aviso antecipado aos investidores de problemas nas empresas e nos seus ativos, bem como demonstra possíveis problemas destas honrarem os seus compromissos face ao valor dos seus ativos (Bleck e Liu, 2007, Enria et al., 2004, Laux e Leuz, 2009, Linsmeier, 2010).

A este respeito, e num estudo mais qualitativo, Barreto de Oliveira et al. (2009) analisaram a perceção de alguns especialistas em economia e finanças relativamente ao impacto da mensuração ao justo valor na crise financeira mundial. Os resultados encontrados indicaram que a contabilidade ao justo valor não teve um papel decisivo na deflagração da crise financeira, nem a poderia ter evitado, na opinião dos especialistas entrevistados. Mais ainda, alguns especialistas mencionaram que a crise mundial talvez fosse descoberta mais tardiamente, caso os bancos não utilizassem uma contabilidade baseada no justo valor. Os entrevistados entendem que a informação gerada pela contabilidade ao justo valor é fundamental para os investidores, por forma a avaliarem corretamente o valor e o risco, não obstante ter um efeito pró-cíclico.

Em face do exposto, pode concluir-se que a contabilidade ao justo valor não é uma panaceia para a transparência. Em vez disso, pode ser importante proporcionar aos

¹¹ Em Portugal isto não se verifica na medida em que o Código das Sociedades Comerciais, apenas permite a distribuição de resultados derivados de ganhos de justo valor no momento da sua efetiva realização (art. 32.º n.º 2).

investidores informações adicionais, incluindo os custos históricos, bem como os pressupostos para os modelos utilizados para obter justos valores.

4. Estudo empírico

No presente capítulo é apresentado o desenho da investigação. Em ligação com a revisão de literatura efetuada, apresenta-se a questão de investigação, bem como, as hipóteses a estudar. É, ainda, apresentada a metodologia a seguir na construção do modelo. Posteriormente, define-se a amostra, com a respetiva caracterização e expõem-se os motivos da escolha.

4.1. Questão de investigação/Definição de hipóteses

Da revisão de literatura efetuada resultam três conclusões de suma importância para a definição da nossa questão de investigação:

- A contabilidade de cobertura prevista no IAS 39 teve como principal móbil a redução da volatilidade artificial introduzida pelo desbalanceamento que surgiria se os ganhos e perdas do instrumento financeiro coberto e de cobertura não ocorressem no mesmo período (PriceWaterHouseCoopers, 2005, PriceWaterHouseCoopers 2009, Song, 2008);
- As empresas tendem a não optar pela designação de uma cobertura como tal, à luz do IAS 39 (Comiskey e Mulford, 2008);
- O justo valor, ao incorporar toda a informação do mercado e ao ser revisto a cada data de relato, revela-se uma medida volátil, trazendo essa volatilidade para os resultados quando neles são reconhecidas as variações do justo valor (Barth, 2004, Fiechter, 2011).

A mensuração ao justo valor, no caso dos derivados de *cashflow hedge*, poderia, então, introduzir volatilidade artificial nas contas das empresas caso as alterações de justo valor dos derivados de cobertura fossem reconhecidas em resultados¹².

Nesse sentido, o propósito do IASB ao definir as regras de contabilidade de cobertura, isto é, mitigar a volatilidade introduzida pelas variações do justo valor em resultados, poderá estar em questão, na medida em que a adoção dessas regras normalmente é

¹² De facto, a volatilidade fictícia decorrente da aplicação do justo valor é transferida para capital próprio no caso de *cashflow hedge*.

afastada devido à complexidade implícita nas regras de contabilidade de cobertura (Comiskey e Mulford, 2008, Corman, 2006, Pulido, 2012).

Então, é pertinente analisar se nos instrumentos financeiros derivados, as variações de justo valor provocariam volatilidade acrescida (e por isso artificial), caso não fossem levadas a capital próprio, de acordo com as regras de *cashflow hedging*, e se a não designação como contabilidade de cobertura representaria uma ameaça à estabilidade dos resultados.

Assim, a nossa hipótese a testar é:

H1: O justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de risco *cashflow* provoca volatilidade acrescida nos resultados das empresas, na medida em que a operação não seja designada contabilisticamente como uma operação de cobertura.

4.2. Metodologia

Cumprе referir que o nosso principal propósito não é estudar se as empresas aplicam ou não as regras de contabilidade de cobertura (sem prejuízo de tecermos algumas considerações sobre o tema, no âmbito da análise aos relatórios e contas), na medida em que esse pressuposto resulta dos estudos mencionados na nossa literatura a respeito das empresas portuguesas (Lopes e Rodrigues, 2004).

É, antes, analisar a volatilidade do justo valor dos instrumentos financeiros destinados à cobertura do risco de *cashflow*.

A este respeito, cumpre sublinhar que as variações do justo valor dos instrumentos financeiros estão registadas na demonstração de resultados de forma agregada, e não é possível discernir quais os valores relativos a instrumentos financeiros derivados destinados a cobertura de risco mas não qualificados para cobertura de risco do ponto de vista contabilístico.

Não obstante, as variações relativas aos instrumentos que estão designados como destinados à cobertura do risco de *cashflow*, estão classificadas separadamente em capital próprio, e portanto são facilmente identificáveis.

Adicionalmente, nenhum dos estudos mencionados na revisão de literatura leva a crer que as variações de justo valor que estão em capital próprio, e portanto decorrem da aplicação das regras do IAS 39 e aquelas que decorrem de instrumentos de cobertura não designados contabilisticamente como tal apresentam volatilidades diferentes ou são diferentes.

Nesse sentido, considera-se para efeitos do presente estudo, que analisar as variações de justo valor que estão registadas em capital permite aferir do comportamento daquelas que estarão em resultados, mas cuja desagregação não está disponível nos relatórios e contas das empresas. Por outro lado, também permite aferir se, caso estivessem reconhecidos em resultados, nomeadamente devido à não utilização das regras de contabilização de cobertura de risco, os resultados teriam maior volatilidade.

Neste contexto, o presente estudo visa aferir se a volatilidade dos resultados das empresas, considerando as variações do justo valor dos instrumentos derivados de *cashflow hedge* (isoladas em capital próprio), é superior à volatilidade dos resultados das empresas não considerando essa variação.

Caso a afirmação do parágrafo anterior se verifique, em princípio, confirma-se que o reconhecimento do justo valor dos instrumentos financeiros destinados a *cashflow hedging* nos resultados implicaria volatilidade acrescida.

4.3. Amostra

Sendo Portugal um país conservador em termos de opções contabilísticas (Conceição, 2009), e bastante cauteloso no que respeita ao justo valor¹³ parece pertinente estudar a aludida volatilidade do critério de justo valor.

Para o efeito, tomaremos como referência os dados das empresas cotadas na bolsa *Euronext Lisbon* para os anos de 2005 a 2011.

¹³ De referir que em Portugal, o Código das Sociedades Comerciais limita a distribuição de resultados decorrentes da aplicação do justo valor que não sejam realizados e adicionalmente, para efeitos fiscais não são aceites custos derivados de justo valor, pela volatilidade que isso poderia introduzir no lucro tributável das Empresas e/ou dificuldades de tesouraria (Direção-Geral dos Impostos, 2006).

Neste âmbito, a justificação do intervalo temporal a estudar revela-se facilitada na medida em que nos pretendemos focar na totalidade dos anos de informação disponíveis desde o início da aplicação da norma IAS 39, sendo 2011 o último ano disponível à data de início da elaboração do presente trabalho.

Por outro lado, ainda que a maior parte dos estudos que serviram de base à revisão de literatura e definição de hipóteses (Fiechter, 2011, Hodder et al., 2006) se tenham focado em empresas do setor financeiro, na medida em que, por um lado são os maiores utilizadores de instrumentos financeiros e, por outro, foram os maiores oponentes do justo valor (Laux, 2012, Laux e Leuz, 2009), o presente estudo irá utilizar uma amostra de empresas de vários setores.

De salientar que o alargamento da análise a diversos setores de atividade, permite aumentar o número de empresas a analisar, o que permite obter resultados mais representativos e menos enviesados por fatores específicos de cada empresa.

Por outro lado, esta escolha afigura-se consistente, na medida em que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* são empresas de grande dimensão e que se comprova que as grandes empresas conjuntamente com os bancos são os que utilizam os instrumentos financeiros complexos e mais instrumentos financeiros derivados (Valente, 2000).

A amostra inclui as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* a 31 de dezembro de 2011, totalizando 46 empresas (identificadas no Anexo I), tendo sido utilizados os respetivos Relatórios e Contas Consolidadas para a recolha dos dados.

A recolha dos Relatórios e Contas para as empresas da amostra foi efetuada a partir da consulta do sítio oficial da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (www.cmvm.pt), à exceção daqueles em que não foi possível, como no caso do relatório da Semapa e da Teixeira Duarte para 2005 e 2006 e da Sonae Capital em 2006, os quais foram diretamente retirados da página respetiva da empresa.

De salientar que, relativamente à Sonae Capital, na medida em que o relatório de 2005 não existe, esta empresa foi excluída das análises que incluíam esse ano.

Por fim, importa mencionar que da análise dos dados dos relatórios, algumas empresas não apresentavam qualquer valor respeitante a variações do justo valor associados a derivados destinados à cobertura de *cashflow*, pelas razões à frente elencadas, pelo que, estas foram excluídas da análise, na medida em que não fornecem qualquer informação ao estudo. Neste sentido, as empresas que efetivamente foram incluídas nas estatísticas ascenderam a 30.

Os dados foram recolhidos a partir dos relatórios referidos anteriormente, nomeadamente da demonstração dos resultados integral/demonstração das alterações no capital próprio e da demonstração dos resultados.

4.4. Motivos de exclusão de empresas da amostra

Como referido anteriormente, nem todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* a 31 de dezembro de 2011 foram possíveis de incluir nas nossas estatísticas.

Com feito, 16 das 46 empresas não apresentavam qualquer valor respeitante a variações do justo valor associadas a instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow*.

A este respeito, e tendo em consideração o estudo de Beisland (2010) e Lopes e Rodrigues (2004), no presente estudo tentou averiguar-se, de forma *high-level* quais as razões para aquelas empresas não apresentarem variações do justo valor associados a instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow*.

Da análise efetuada, podem apontar-se três razões fundamentais:

- Os instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow* não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura, pelo que as respetivas variações no justo valor são registadas na demonstração dos resultados do período em que ocorrem;
- A empresa não efetua cobertura do risco de *cashflow*;

- A empresa não faz qualquer referência à utilização de instrumentos financeiros derivados.

Quadro III: Motivos de exclusão de empresas da amostra

Empresa	Comentário
BPI	A Empresa apenas utiliza instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de justo valor
BES	Os instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco <i>cashflow</i> não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura
Estoril – Sol SGPS	A gestão considera que a exposição ao risco é diminuta e não faz qualquer referência à utilização de instrumentos financeiros derivados
Fisipe – Fibras S.Portugal	Os instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco <i>cashflow</i> não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura
Futebol Clube do Porto	A Empresa não efetua cobertura de risco através de instrumentos financeiros derivados (Faz <i>hedging</i> natural)
GLINTT	A gestão considera que a exposição ao risco <i>cashflow</i> é diminuta, pelo que não efetua a cobertura
Grupo Media Capital, SGPS	Os instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco <i>cashflow</i> não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura
Ibersol – SGPS	A gestão considera que a exposição ao risco <i>cashflow</i> é diminuta, pelo que não efetua a cobertura
Imobiliária C. Grão-Pará	Não utiliza instrumentos financeiros derivados. Não efetua cobertura de risco <i>cashflow</i>
Impresa, SGPS.	Os instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco <i>cashflow</i> não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura
INAPA-INV.P.GESTAO	As variações do justo valor dos instrumentos financeiros derivados são levadas a resultados no ano a que respeitam
Lisgráfica –Imp. A. Gráficas	A Empresa não faz qualquer referência à utilização de instrumentos financeiros derivados
NOVABASE, SGPS	A Empresa apenas utiliza instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de justo valor
Reditus – SGPS	A gestão considera que a exposição ao risco é diminuta e não faz qualquer referência à utilização de instrumentos financeiros derivados

Empresa	Comentário
Soc. Com. Orey Antunes	Os instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco <i>cashflow</i> não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura
Toyota	Os instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco <i>cashflow</i> não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura

Fonte: Elaboração própria a partir dos Relatórios e Contas das empresas

Consistente com o estudo de Beisland (2010) e Lopes e Rodrigues (2004), seis das empresas em questão (37,5%) não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura, pelo que as respetivas variações no justo valor são registadas na demonstração dos resultados do período em que ocorrem, o que, de facto, leva a crer que os requisitos do IAS 39 se revelam bastante restritivos.

Por outro lado, 37,5% das empresas não faz cobertura do risco de *cashflow*, na medida em que entendem que a exposição ao aludido risco é diminuta. Destas empresas, 66,67% não fazem qualquer referência à utilização de instrumentos financeiros derivados ou referem que não os utilizam.

A Futebol Clube do Porto refere que apenas efetua *hedging natural* dos riscos em que entende incorrer, não utilizando portanto instrumentos financeiros para o efeito.

4.5. Variáveis

Para efeitos do nosso estudo, isto é, verificar se a volatilidade dos resultados das empresas, considerando as variações do justo valor dos instrumentos derivados de cobertura do risco de *cashflow* (isoladas em capital próprio), é superior à volatilidade dos resultados das empresas não considerando essas variações, construiu-se uma variável, como *proxy* do resultado considerando as variações do justo valor dos instrumentos derivados de cobertura de *cashflow* (“RJV”), a qual corresponde ao resultado do período acrescido das variações de justo valor que são levadas a capital (ΔJV), no âmbito da contabilização de *cashflow hedge*.

O resultado utilizado foi o RAI, consistente com a metodologia adotada por Fiechter (2011), na medida em que, centrando-se o nosso estudo nas empresas portuguesas, pretende-se isolar o efeito das oscilações decorrentes das sucessivas alterações ao Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas.

Na mesma linha de raciocínio, as variações de justo valor dos instrumentos financeiros de cobertura de *cashflow* apresentadas no capital próprio também serão consideradas pelo seu valor bruto, antes de imposto. Neste sentido, nos casos em que estas variações eram apresentadas líquidas de impostos, foi efetuado o *gross-up* do valor, considerando a taxa média de imposto de 25%.

Por outro lado, como medida da volatilidade dos resultados, utilizamos o desvio-padrão dos mesmos, uma vez que se afigurou como sendo a medida mais adequada, atendendo aos estudos previamente realizados neste âmbito (Fiechter, 2011, Hodder et al., 2006).

As variáveis serão utilizadas e apresentadas em percentagem do total do ativo de cada empresa, de forma a, conforme a metodologia adotada por Hodder et al. (2006), promover a comparabilidade dos resultados entre empresas de dimensões distintas.

Por fim, cumpre referir que os valores dos resultados do período foram considerados antes de operações descontinuadas, de forma a manter a coerência entre resultados. Com efeito, na medida em que as operações descontinuadas deixam de ter efeitos nos resultados das empresas, revela-se adequado excluir o seu impacto.

5. Resultados

O presente capítulo destina-se a apresentar e comentar os resultados obtidos no estudo empírico e, bem assim, a testar a significância estatística dos mesmos.

5.1. Análise estatística

Cumpre salientar que este estudo teve por base o trabalho de Hodder et al. (2006), anteriormente descrito, em que os autores concluíram que a volatilidade do resultado FFV é significativamente maior do que a volatilidade do resultado líquido para 90% de bancos da amostra, e é significativamente maior do que a volatilidade do resultado integral para 77% dos bancos em estudo.

5.1.1. Caracterização da amostra agregada

Em primeiro lugar, julga-se pertinente efetuar uma caracterização prévia dos dados da amostra utilizada, excluindo as empresas mencionadas no subcapítulo 4.4., que não apresentavam qualquer valor respeitante a variações do justo valor associados a instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow*.

Assim, na Tabela 1 apresentam-se as principais estatísticas descritivas dos dados relativos às 30 empresas relevantes para o nosso estudo com referência aos anos em análise (2005-2011).

Tabela 1: Estatísticas descritivas da amostra agregada

<i>Valores em % do ativo</i>				
	Média	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
RAI	2,5477	7,4498	41,4663	-31,7372
RJV	2,5804	7,4458	41,4663	-31,7372

Com base nos resultados acima apresentados, verificamos que em média, uma empresa da nossa mostra apresenta um RAI inferior ao RJV, indicando que as variações de justo valor associadas à cobertura de risco de *cashflow* foram positivas nos períodos em análise.

Por outro lado, a Tabela 1 apresenta as volatilidades do RAI e do RJV. Não obstante, estes resultados não poderão ser interpretados no sentido de indicar que a volatilidade do RAI é superior à do RJV.

A questão de investigação do presente estudo centra-se em averiguar se as variações de justo valor associadas à cobertura de risco de *cashflow* introduzem volatilidade acrescida nos resultados das empresas. Esta análise será feita através de uma análise dos resultados numa base inter-temporal.

Ora, o desvio-padrão acima utilizado, além de captar a volatilidade dos resultados de uma empresa numa base inter-temporal, relevante para o presente estudo, capta, ainda, as diferenças entre os resultados de diversas empresas para um mesmo ano, as quais não têm qualquer poder explicativo para o nosso modelo.

Pelo exposto se conclui que o desvio-padrão acima apresentado tem um carácter meramente descritivo, servindo apenas para caracterizar a volatilidade média, e portanto não deverá ser apreciado numa lógica comparativa entre a volatilidade do RAI e do RJV, para efeitos do nosso estudo.

De notar ainda a elevada amplitude dos resultados (*i.e.*, entre o máximo e mínimo), que ascende a mais de 70 pontos percentuais (“pp”), bem como a distância dos valores máximos e mínimos em relação à média.

5.1.2. Caracterização da Empresa-padrão

Na tabela 2 apresenta-se o rendimento padrão das empresas da amostra, através do cálculo da média dos resultados das mesmas para cada ano em estudo.

Tabela 2: Média do RAI e RJV para cada ano em análise

	<i>Valores em % do ativo</i>						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
RAI	3,404	4,548	4,834	0,556	0,411	2,885	1,225
RJV	3,492	4,555	5,307	0,455	0,234	2,898	1,153

De salientar que o objetivo da análise em apreço tem como propósito aferir do perfil de resultados da “Empresa-padrão” da amostra.

Neste âmbito, com vista a analisar de forma mais concisa o perfil da “Empresa-padrão”, nomeadamente no que respeita à volatilidade dos seus resultados, procedeu-se à análise das estatísticas descritivas dos valores médios acima expostos, os quais são apresentados na seguinte tabela (Tabela 3):

Tabela 3: Estatísticas descritivas do RAI e do RJV da “Empresa-padrão”

	<i>Valores em % do ativo</i>			
	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
RAI	2,5518	1,8418	0,4112	4,8340
RJV	2,5847	2,0135	0,2335	5,3071

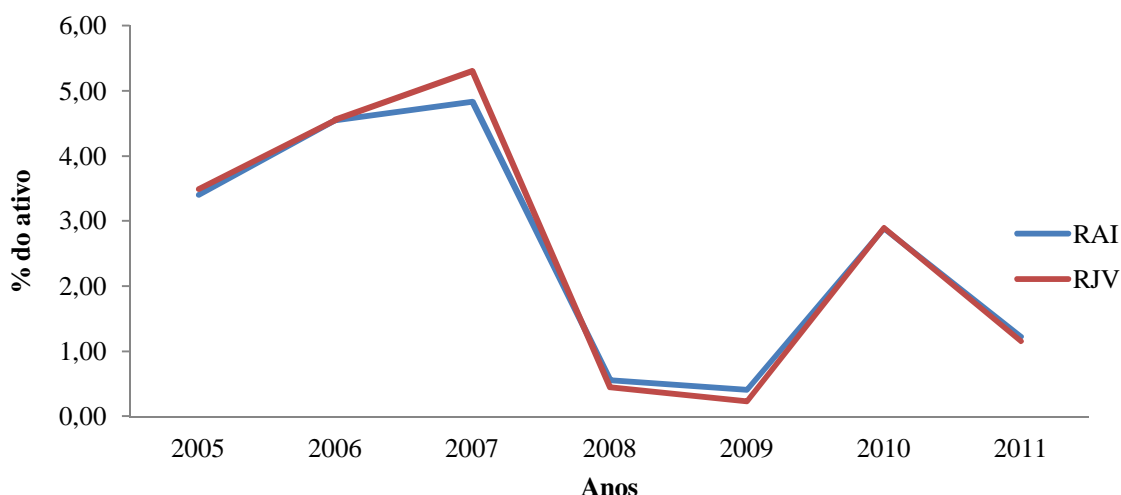
De acordo com os resultados obtidos, o RJV da “Empresa-padrão” da amostra apresenta-se superior ao RAI em 0,03 pp, indicando que as variações de justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco *cashflow* foram positivos.

Adicionalmente, os dados indiciam que o desvio-padrão do RJV é superior ao desvio-padrão do RAI na “Empresa-padrão” da amostra significando que a Empresa-padrão apresenta um RJV mais volátil que o RAI. Com efeito o desvio-padrão do RAI ascendeu a 1,84%, em contraposição com 2,01% de desvio-padrão do RJV.

Na mesma linha, verifica-se que a amplitude da média do RAI (4,42pp) é inferior à do RJV (5,07pp).

Este padrão de volatilidade das medidas de rendimento pode também ser facilmente identificável através do Gráfico 1.

Gráfico 1: Média do RAI e RJV para cada ano em análise



5.1.3. Análise da volatilidade dos resultados

Como referido anteriormente, para efeitos do objetivo da nossa análise, isto é, averiguar se o justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco, caso fossem reconhecidos nos resultados, provocariam maior volatilidade nos resultados das empresas, importa analisar a volatilidade dos resultados das empresas numa ótica inter-temporal.

Neste sentido, na Tabela 4, apresentam-se a volatilidades inter-anuais de cada uma das empresas da amostra, as quais são dadas pelo desvio-padrão da série temporal de cada empresa ao longo dos anos sob estudo.

Tabela 4: Volatilidade inter-anual dos resultados

Empresa	<i>Valores em % do ativo</i>		
	RAI	RJV	Diferença
Altri,SGPS	2,6911	2,9220	0,2310
B.COM.PORTUGUES	0,4856	0,5552	0,0696
Banif,SGPS-Nom.	1,2363	1,2064	-0,0299
BenficaSAD	6,6177	6,8679	0,2502
BRISA	4,4590	4,6873	0,2283
Cimpor-C.Port.SGPS-Nom.	3,7325	3,7898	0,0574
Cofina-SGPS	13,4376	13,4481	0,0106
Compta-Eq.Ser.Informática	9,3521	10,4219	1,0698
CorticeiraAmorim-SGPS	1,9410	2,0050	0,0640
EDP-Nom.	3,0721	3,0450	-0,0271
F.RAMADA	4,6345	4,6279	-0,0065
GalpEnergia-Nom.	6,2931	6,3297	0,0366
Gr.SoaesCostaSGPS	0,6830	1,0437	0,3607
JerónimoMartins-SGPS	1,6337	1,6557	0,0220
Martifer,SGPS,SA	4,8228	4,8549	0,0321
Mota-Engil,SGPS	4,1298	4,3033	0,1736
P.Telecom,SGPS-Nom.	2,2208	2,2394	0,0186
Portucel-Nom.	2,2726	2,4285	0,1559
REN-RedesE.Nacionais,SGPS,SA	4,6796	4,6901	0,0105
SAGGEST-Sol.Aut.Glob.SGPS	3,2323	2,9316	-0,3006
SEMAPA-SGPS-Nom.	2,8639	2,9316	0,0677
SONAE	6,8043	7,0166	0,2123
SONAECAPITAL	1,9867	2,0357	0,0490
SonaeIndústria,SGPS	2,8448	2,8695	0,0246
SONAECOM,SGPS	1,6622	1,6657	0,0035
SPORTING	15,3066	15,2232	-0,0834
SUMOLCOMPAL	1,5755	1,8229	0,2474
TEIXEIRADUARTE,SA	17,6321	17,6630	0,0309
VAA-V.AlegreAtlantisSGPS	4,8354	4,7830	-0,0524
ZON	4,0472	4,0879	0,0407

De salientar que as empresas da amostra que apresentaram maior volatilidade quer do RAI quer do RJV foram, por ordem decrescente, a Teixeira Duarte, a Sporting SAD, a Cofina e a Compta. Não obstante, as empresas que apresentaram uma maior diferença entre a volatilidade do RJV e do RAI, foram, por ordem decrescente, a Compta, a Soares da Costa e a Sonae.

Neste sentido, as objeções das empresas do setor financeiro mencionadas, no sentido de que seriam as mais afetadas pela volatilidade do justo valor dos instrumentos

financeiros, não tem aderência no âmbito da nossa amostra e do objeto do nosso estudo, isto é, as variações de justo valor decorrentes de coberturas de *cashflow*.

Em face do exposto, tendo por base os valores da Tabela 4, e por forma a promover uma interpretação mais cuidada dos mesmos, apresenta-se na Tabela 5 as estatísticas descritivas da volatilidade inter-anual dos resultados.

Tabela 5: Estatísticas descritivas da volatilidade inter-anual do RAI e RJV

	<i>Valores em % do ativo</i>			
	Média	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
RAI	4,7062	4,1817	17,6321	0,4856
RJV	4,8051	4,2035	17,6630	0,5552
Diferença	0,0989	0,0218	0,0309	0,0696

Conclui-se que, em média, a volatilidade do RJV se revela superior à do RAI em 0,09 pp, confirmando a nossa hipótese de estudo e revelando-se consistente com as conclusões de Hodder et al. (2006).

Não obstante, as volatilidades dos resultados das empresas também apresentam volatilidade entre si, que será motivada pelas características de cada uma das empresas. Contudo, também nesta vertente o desvio-padrão das volatilidades do RAI (4,1817%) se revela inferior ao das volatilidades do RJV (4,2035%), pelo que se antecipa que as volatilidades do RJV apresentam mais diferenças de empresa para empresa.

Em paralelo a esta vertente de análise, considerou-se interessante proceder a uma análise das variações médias anuais dos resultados (*i.e.*, variação média verificada num ano tendo por base o ano imediatamente anterior), as quais se apresentam de seguida:

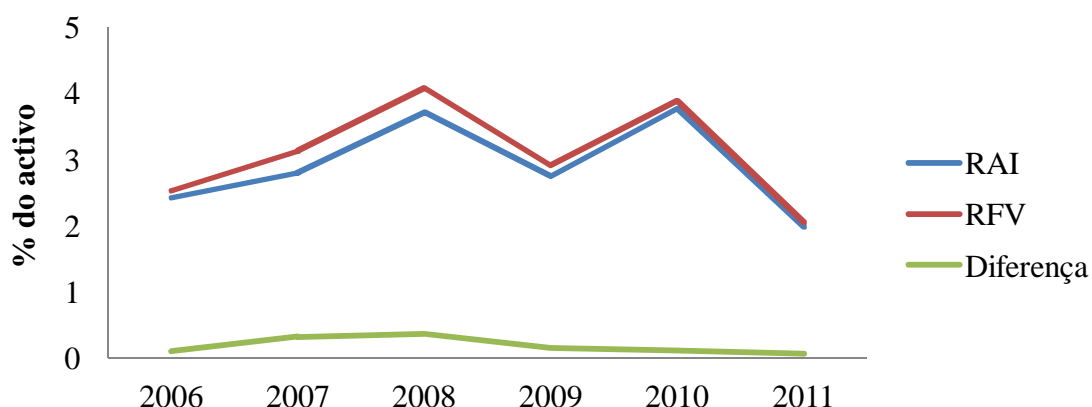
Tabela 6: Variações anuais médias do RAI e RJV

<i>Valores em % do ativo</i>						
	Variação 05-06	Variação 06-07	Variação 07-08	Variação 08-09	Variação 09-10	Variação 10-11
RAI	2,4294	2,8112	3,7205	2,7586	3,7796	1,9874
RJV	2,5369	3,1373	4,0919	2,9224	3,8983	2,0587

Os anos em que se verificou maior variação de ambos os resultados foram 2008 e 2010. Contudo, poder-se-á concluir que nestes anos houve um fator diverso das variações de justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco *cashflow* que provocou essa variação, na medida em que, além do RJV, também o RAI registou uma variação significativa (3,7205% em 2008 e 3,7796% em 2010).

Com efeito, em todos os anos, a variação média do RAI foi inferior à do RJV, verificando-se a diferença máxima no ano de 2008 (ano de eclosão da atual crise financeira), confirmando, uma vez mais a maior volatilidade do RJV relativamente ao RAI.

Gráfico 2: Variação anual média do RAI e RJV



Por último, numa análise adicional, concluiu-se que no total da amostra, 24 das empresas, isto é, 80%, verificaram uma volatilidade do RJV superior à volatilidade do RAI.

5.2. Testes de significância

5.2.1. Seleção do teste a utilizar

Os resultados do estudo empírico, acima apresentados, indicaram algumas diferenças que indiciam duas conclusões principais:

- (a) As variações de justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura do risco *cashflow* foram, em média, positivos;
- (b) O RJV apresenta-se mais volátil do que o RAI.

A primeira resulta da análise das Tabelas 1 e 2, e a segunda das Tabelas 4 e 6.

Assim, a acrescer à análise já efetuada de natureza descritiva, importa agora averiguar se as diferenças que suportam as conclusões supra são estatisticamente significativas.

O objetivo dos testes de significância é garantir que seja improvável que os valores/diferenças encontradas, não derivam do acaso (Tuckman, 2000).

Neste contexto, considerando o tamanho da amostra (30 empresas) e que, atendendo à Teoria do Limite Central, não se pode garantir que as variáveis assumem uma distribuição normal, considerou-se mais adequado utilizar um teste não paramétrico (Guimarães e Cabral, 2007, Tuckman, 1994).

Os testes não paramétricos requerem menos pressupostos para as distribuições do que os testes paramétricos. Não exigem uma distribuição normal, nem variâncias iguais nos grupos. São úteis para as amostras grandes, em que os pressupostos paramétricos não se verificarem, e para amostras muito pequenas, como é o caso (Tuckman, 2000).

Adicionalmente, cumpre referir que as amostras que se pretendem testar são emparelhadas, na medida em que queremos comparar os nossos dados, quer por ano quer por empresa.

Assim, optou-se no presente estudo por utilizar o teste de Wilcoxon, em alternativa ao teste *t*.

O teste Wilcoxon, além de verificar as diferenças das amostras emparelhadas, verifica também a magnitude dessas diferenças, pelo que se torna mais potente que o teste t (Guimarães e Cabral, 2007), e mais adequado ao propósito do nosso estudo.

Neste sentido temos, para cada teste a realizar¹⁴, as seguintes hipóteses:

H0: As diferenças não são estatisticamente significativas;

H1: As diferenças são estatisticamente significativas.

Neste estágio, deve determinar-se um nível de significância, para o qual a hipótese nula é rejeitada.

Os níveis de significância mais utilizados são 0,01, 0,05 e 0,10, sendo o primeiro o mais conservador e o último o mais tolerante.

Neste sentido, se para o teste a efetuar, for obtido um $p\text{-value} < \text{nível de significância}$, rejeita-se H0, ou seja, aceita-se H1.

5.2.2. Resultados

O teste Wilcoxon às diferenças encontradas na média e desvio-padrão da amostra de um ponto de vista agregado (Tabela 1), bem como às diferenças do RJV e RAI médios anuais (Tabela 2), mostra que as mesmas não se revelam estatisticamente significativas (*vide* Tabela 7 e Tabela 8, respetivamente), pelo que não permite concluir com um grau de certeza razoável que em média as variações de justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow* foram positivos, nem que o RAI é mais volátil que o RJV ou vice-versa.

¹⁴ Designadamente às diferenças encontradas nas Tabelas 1, 2, 4 e 6.

Tabela 7: Teste às diferenças nas estatísticas descritivas da amostra agregada

Hypothesis Test Summary				
	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between RAI and RFV equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	,593	Retain the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,05.

Tabela 8: Teste às diferenças entre as médias anuais do RAI e RJV

Hypothesis Test Summary				
	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between Resultado antes de imposto and Resultado Fair Value equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	1,000	Retain the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,05.

Contudo, no respeito ao teste à diferença de volatilidade do RAI e RJV (Tabela 4), o teste Wilcoxon, devolveu um *p-value* de 0,002 (Vide Tabela 9), o qual permite rejeitar a hipótese nula, isto é, confirmar que as diferenças são estatisticamente significativas, ainda que adotemos o nível de significância mais conservador.

Tabela 9: Teste às diferenças na volatilidade do RAI e RJV

Hypothesis Test Summary				
	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between DPRAI and DPRFV equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	,002	Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,05.

No mesmo sentido, o teste às diferenças encontradas nas variações anuais médias do RJV e do RAI (Tabela 6), apontou que as mesmas são estatisticamente significantes (*Vide* Tabela 10).

Tabela 10: Teste às diferenças nas variações médias anuais do RAI e RJV

Hypothesis Test Summary				
	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The median of differences between RAI and RFV equals 0.	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	,028	Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,05.

6. Conclusão

Os instrumentos financeiros derivados são usados para efetuar a cobertura dos ativos e dos passivos que são mensurados ao custo, custo amortizado ou ao justo valor com ganhos e perdas reconhecidos no capital próprio ou itens que não são reconhecidos no balanço (PriceWaterHouseCoopers, 2005).

Isso cria uma incompatibilidade no momento do reconhecimento do ganho e perda do item coberto e do item de cobertura, gerando um desbalanceamento nas demonstrações financeiras com as operações de cobertura de risco, podendo provocar um aumento fictício da volatilidade dos resultados (PriceWaterHouseCoopers, 2005, PriceWaterHouseCoopers, 2009, Pulido, 2012). Assim, é necessário fazer ajustamentos à forma de contabilizar o instrumento coberto ou o instrumento de cobertura para eliminar esse desfasamento, pelo que, os organismos de normalização internacionais foram levados a elaborar normas de contabilidade apropriadas para atividades de *hedging* e especulação.

Ao nível da UE, o IAS 39 define que, relativamente aos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de risco, devem reconhecer-se os ganhos e perdas do instrumento coberto e de cobertura no mesmo período, de forma a evitar um desbalanceamento entre o momento do reconhecimento dos ganhos ou perdas associados.

Contudo, a contabilidade de cobertura apenas pode ser aplicada se cumpridos os requisitos previstos na aludida norma, os quais se revelam bastantes complexos e limitadores e apresentam custos significativos, nomeadamente associados aos testes de eficácia de cobertura (Comiskey e Mulford, 2008, Corman, 2006).

Por outro lado, o critério do justo valor tem vindo a ser duramente criticado por alegadamente introduzir uma volatilidade acrescida nos resultados das empresas, estritamente relacionada com as normas contabilísticas (Allen e Carletti, 2008, Barth, 2004, Fietcher, 2011, Laux e Leuz, 2009, Plantin et al., 2004, Plantin et al., 2007).

A revisão de literatura sobre os temas relevantes permitiu concluir que mesmo que a cobertura se revele vantajosa do ponto de vista económico, a maior parte das empresas optam por não designa-la contabilisticamente como tal à luz do IAS 39, devido à complexidade e onerosidade dos requisitos necessários (Beisland, 2010, Comiskey e Mulford, 2008, Gebhardt et al., 2004, Lopes e Rodrigues, 2004).

Adicionalmente, a revisão de literatura efetuada permitiu constatar que a utilização do justo valor introduz uma volatilidade acrescida nos resultados das empresas (Barth, 2004, Barth et al., 1995, Fiechter, 2011, Hodder et al., 2006, Plantin et al., 2007).

Nesse sentido, o propósito do IASB ao definir as regras de contabilidade de cobertura, isto é, mitigar a volatilidade introduzida pelas variações do justo valor em resultados, poderá estar em questão, na medida em que a adoção dessas regras normalmente é afastada devido à complexidade implícita nas regras de contabilidade de cobertura (Comiskey e Mulford, 2008, Corman, 2006, Pulido, 2012).

Assim, revela-se pertinente analisar, relativamente às empresas portuguesas, se as variações de justo valor dos instrumentos financeiros derivados provocariam volatilidade acrescida (e por isso artificial), caso não fossem levadas a capital próprio, de acordo com as regras de *cashflow hedging*, e se a não designação como contabilidade de cobertura representaria uma ameaça à estabilidade dos resultados. Para o efeito, utilizando-se uma amostra de 46 empresas, cotadas na *Euronext Lisbon* a 31 de dezembro de 2011, estudou-se a relação entre os resultados das empresas considerando os ajustamentos de justo valor de instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow* com os resultados não considerando tais variações.

Os resultados do presente estudo confirmaram que a aplicação das regras de contabilidade de cobertura é reduzida. Apenas 34,78% das empresas utilizam as regras definidas no IAS 39. Destas, 37,5% não cumprem todas as disposições do IAS 39 no que respeita à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura, pelo que as respetivas variações no justo valor são registadas na demonstração dos resultados do período em que ocorrem, o que, de facto, leva a crer que os requisitos do IAS 39 se revelam bastante restritivos.

No que respeita em concreto ao objetivo do presente estudo, através da análise da volatilidade dos resultados das empresas numa ótica inter-anual, concluiu-se que nas empresas portuguesas, os resultados considerando os ajustamentos do justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow* se apresentam significativamente mais voláteis que os resultados não considerando essas variações.

Da mesma forma, numa ótica de análise das variações médias anuais dos resultados, verifica-se que a variação média do resultado sem considerar as variações de justo valor foi inferior à do resultado incluindo essas variações, para os anos em análise.

Por fim, numa análise adicional, concluímos que em 80% das empresas se verifica que os resultados considerando os ajustamentos do justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de *cashflow* são mais voláteis que os resultados sem esse ajustamento.

Em face do exposto, o presente estudo leva a concluir que nas empresas portuguesas, as variações do justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados a cobertura do risco *cashflow* provocam volatilidade acrescida nos resultados das empresas, na medida em que a operação não seja designada contabilisticamente como uma operação de cobertura.

Os resultados desta investigação apresentam interesse para a academia, no sentido de representar um contributo adicional para a literatura existente relativamente ao tema do justo valor e do tratamento contabilístico dos instrumentos financeiros.

Por outro lado, revela-se útil para as empresas que utilizam instrumentos financeiros derivados e para os preparadores das demonstrações financeiros, pela evidência que fornece do impacto da utilização das regras contabilísticas definidas no IAS 39, relativamente ao tratamento das atividades de *hedging*, nomeadamente da volatilidade que poderá surgir nos resultados caso a cobertura não seja designada como tal.

Mas sobretudo, a investigação reveste especial interesse para os organismos de normalização contabilística, nomeadamente no âmbito do projeto de reformulação das normas contabilísticas aplicáveis aos instrumentos financeiros derivados, presentemente em curso. Com efeito, esta investigação sugere uma reflexão sobre as regras de

contabilidade de cobertura atuais, designadamente no que concerne aos requisitos para a sua aplicação, por forma a simplifica-los no sentido de promover uma aplicação mais alargada por parte das empresas. De acordo com os resultados obtidos nesta investigação, revela-se pertinente proceder à revisão dos requisitos e exigências previstas para a aplicação das regras de contabilidade de cobertura, previstas no IAS 39, por forma a alcançar os objetivos a que se propuseram os organismos normalizadores aquando da sua criação, *i.e.*, reduzir a volatilidade decorrente do desbalanceamento que surgiria se os ganhos e perdas do instrumento coberto e de cobertura não ocorressem no mesmo período.

Não obstante, as conclusões retiradas devem ser interpretadas à luz das limitações que se reconhecem ao presente trabalho, particularmente, a reduzida dimensão da amostra bem como a impossibilidade de analisar as variações de justo valor incluídas na demonstração de resultados relacionadas com instrumentos financeiros derivados mensurados ao justo valor através de resultados, que nos levou a assumir como *proxy* das mesmas as variações de justo valor dos instrumentos financeiros derivados destinados à cobertura de risco *cashflow* levadas a capital até que se materialize a variação do instrumento coberto na demonstração de resultados.

As limitações identificadas constituem, assim, a base de uma sugestão de investigação futura.

7. Bibliografia

- 1 Allayannis, Y. and J. Weston (2001), “The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value,” *Review of Financial Studies* 14, 243-276;
- 2 Allen, F and E. Carletti (2008), “Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing,” *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45, 358-378;
- 3 Aretz K, Bartram SM, (2009), “Corporate hedging and shareholder value”, disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1354149;
- 4 Arouri, Mohamed El Hedi; Bellalah, Mondher; Ben Hamida, Nessrine; Nguyen, Duc Khuong (2012), “Relevance of *Fair value* Accounting for Financial Instruments: Some French Evidence”, *International Journal of Business*, 2012, v. 17, iss. 2;
- 5 Barnes, Ronnie (2001), “Accounting for Derivatives and Corporate Risk Management Policies”, *London Business School Accounting Subject Area No. 018*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=298021> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.298021>;
- 6 Barreto de Oliveira, Eric, Dal-Ri Murcia, Fernando e Siqueira Lima, Iran (2009), “Impacto da Mensuração pelo Valor Justo na Crise Financeira Mundial: Identificando a Percepção de Especialistas em Economia e Finanças”, *Universidade de São Paulo*;
- 7 Barth, M.E. (1994), “Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks”, *The Accounting Review* 69, 1–25;
- 8 Barth, M. E. (2004), “Fair values and Financial Statement Volatility, in *The Market Discipline Across Countries and Industries*”, Edited by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G. Kaufman, and Kostas Tsatsaronis. Cambridge, MA: MIT Press;
- 9 Barth, M.E. (2006), “Including estimates of the future in today’s financial statements”, *Accounting Horizons* 20, 271-285;

- 10 Barth, M.E. and Landsman, Wayne R. (2010), “How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?”, *European Accounting Review* 19, no. 3: 399-423; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 79;
- 11 Barth, M. E., Landsman, W. R. and Wahlen, J. (1995), “Fair value Accounting: Effects on Banks’ Earnings Volatility, Regulatory Capital, and Value of Contractual Cash Flows.”, *Journal of Banking and Finance*, pp 577-605;
- 12 Bartram, S., G.W. Brown, and F.R. Fehle (2009), “International Evidence on Financial Derivatives Usage”, *Financial Management* 38, 185-206;
- 13 Bartram, S., G.W. Brown, and J. Conrad (2011), “The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming;
- 14 Bastos, Maria da Anunciação Fernandes (2009), “O justo valor como instrumento de alteração do paradigma de mensuração contabilística”, Universidade de Aveiro;
- 15 Beisland, Leif Atle (2010), “A Note on Fair value Accounting in a Crisis: The Influence of the Hedge Accounting Regulations”, *Business and Economics Journal*, p1-6, 6p;
- 16 Bleck, Alexander and Liu, Xuewen (2007), “Market Transparency and the Accounting Regime”, *Journal of Accounting Research* Vol. 45 No. 2 May 2007;
- 17 Breeden, Douglas e Viswanathan, S. (1996), “Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model”, *Investigação - Trabalhos em Curso*, Nº 9719, Duke University;
- 18 Chen, Wei, Tan, Hun-Tong and Wang, Elaine Ying (2012), “Fair value Accounting and Managers' Hedging Decisions”, *Journal of Accounting Research*, Forthcoming, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2136481>;
- 19 Conceição, Liliana Cristina Pinho (2009), “A opção pelo justo valor como método de avaliação de ativos na adopção das IAS/IFRS em Portugal”, Faculdade de Economia do Porto;

- 20 Comiskey E, Mulford CW (2008), “The non-designation of derivatives as hedges for accounting purposes”, *The Journal of Applied Research in Accounting and Finance*, 3: 3-16;
- 21 Corman (2006), “Lost in the maze”, *CFO*, 22: 66-70;
- 22 Dechow, P., L. Myers, and C. Shakespeare (2009), “Fair value accounting and gains from asset securitisations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits”, *Journal of Accounting and Economics*;
- 23 Direção-Geral dos Impostos (2006), “Impacto fiscal da adopção das normas internacionais de contabilidade”, Relatório do grupo de trabalho criado por despacho de 23 de janeiro de 2006 do Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais *in* *Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal*. 200, ISSN 0870-6972;
- 24 Disatnik, David J., Duchin, Ran and Schmidt, Breno (2012), “Cash Flow Hedging and Liquidity Choices”, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1442166>;
- 25 Enria, Andrea, et al., (2004), “Fair value Accounting and Financial Stability”, ECB Occasional Paper No. 13;
- 26 Ernst & Young (2005), “How fair is fair value?”, IFRS stakeholders series;
- 27 Fiechter, Peter (2011), “The Effects of the Fair value Option Under IAS 39 on the Volatility of Bank Earnings”, *Journal of International Accounting Research*, Vol. 10, No.1;
- 28 Froot, K., D. Scharfstein and J. C. Stein. (1993), “Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies”, *The Journal of Finance* 48 (December), 1629-1658;
- 29 Gebhardt, Günther, Reichardt, Rolf and Wittenbrink, Carsten (2004), “Accounting for Financial Instruments in the Banking Industry: Conclusions from a Simulation Model. *European Accounting Review*”, Vol. 13, No. 2, pp. 341-371, 2004, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=554506>;

- 30 Gkougkousi, Xanthi and Mertens, Gerard (2010), “Impact of Mandatory IFRS Adoption on the Financial Sector”, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1651088>;
- 31 Graham, J.R. and D.A. Rogers (2002), “Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?”, *Journal of Finance* 57, 815-839;
- 32 Guimarães, R. C. e Cabral, J. A. (2007), “Estatística”, McGraw-Hill;
- 33 Hitz, J. (2007), “The decision usefulness of fair value accounting – a theoretical perspective”, *European Accounting Review* 16(2): 323–362;
- 34 Hodder, L., P. Hopkins, and J. Wahlen (2006), “Risk-relevance of fair-value income measures for commercial banks”, *The Accounting Review* 81(2): 337–375;
- 35 Howe, D. (1991), “A Guide to Managing Interest-Rate Risk”, New York Institute of Finance, New York;
- 36 Jesus, José Rodrigues, Rocha, Luís M. e Viana, Rui Couto (2001), “Avaliação de pequenas e médias empresas e gestão de risco”, Working paper trabalhos em curso n.º 110, Faculdade de Economia do Porto;
- 37 Landsman, Wayne R (2006), “Fair value accounting for financial instruments: some implications for bank regulation”, BIS Working Papers No 209, disponível em: <http://www.bis.org/publ/work209.pdf>;
- 38 Laux, Christian (2012), “Financial Instruments, Financial Reporting, and Financial Stability”, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1991825>;
- 39 Laux, Christian and Leuz, Christian (2009), “The Crisis of Fair value Accounting: Making Sense of the Recent Debate”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 34;
- 40 Laux, Christian and Leuz, Christian (2010), “Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?”, Chicago Booth Research Paper 09-38; ECGI - Finance

Working Paper No. 266/2009; Journal of Economic Perspectives Volume 24, Number 1;

- 41 Lins, Karl V., Servaes, Henri and Tamayo, Ane Miren (2011), “Does Fair value Reporting Affect Risk Management? International Survey Evidence”, Financial Management, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1350251>;
- 42 Linsmeier, Thomas J. (2010), “Financial Reporting and Financial Crises: The Case for Measuring Financial Instruments at Fair value in the Financial Statements”, Accounting Horizons, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1775141>;
- 43 Lopes, Patrícia Teixeira e Rodrigues, Lúcia (2004), “Accounting for Financial Instruments. How far are Portuguese companies from IAS?”, Working Paper nº 150, FEP - Faculdade de Economia do Porto;
- 44 Markowitz, H. (1959), “Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”, John Wiley & Sons, New York;
- 45 Nance, Dean R., Smith, Clifford W. e Smithson, Charles W. (1993), “On the Determinants of Corporate Hedging”, Journal of Finance, Março, pp. 267-284;
- 46 Nissim, D. (2003), “Reliability of Banks’ Fair value Disclosure for Loans”, Review of Quantitative Finance and Accounting, 20: 355-384;
- 47 Pirchegger, Barbara (2004), “Hedge Accounting versus no Hedge Accounting for Cash Flow Hedges”, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=526962>;
- 48 Plantin, G., H. Saprà, and H. Shin (2004), “Fair value Reporting Standards and Market Volatility”, Derivatives Accounting and Risk Management: Key Concepts and the Impact of IAS 39, Risk Books;
- 49 Plantin, G., H. Saprà, and H. Shin (2007), “Marking to Market: Panacea or Pandora's Box?”, Journal of Accounting Research, Vol. 46, No. 2, pp. 435-460, 2008, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1186362>;

- 50 Pozen, Robert C (2009), “Is It Fair to Blame Fair value Accounting for the Financial Crisis?”, Harvard Business Review; Nov2009, Vol. 87 Issue 11, p84-92;
- 51 PriceWaterHouseCoopers (2005), International Financial Reporting Standards, “IAS 39 – Achieving hedge accounting in practice”;
- 52 PriceWaterHouseCoopers (2009), “Financial instruments under IFRS – A guide through the maze”;
- 53 Pulido, Pedro Jorge Figueiredo (2012), “Instrumentos Financeiros Contabilizados de acordo com a IFRS 9 e principais questões de auditoria”, Revista dos Revisores Oficiais de Conta n.º 56;
- 54 Shamkuts, V. (2010), “Fair value Accounting, BS”, Thesis in Business Administration. Faculty of Business Administration, University of Iceland;
- 55 Singh, A. (2004), “The Effects of SFAS 133 on Corporate Use of Derivatives, Volatility and Earnings Management”, Pennsylvania State University Dissertation;
- 56 Smith, Clifford e Stulz, René M. (1985), “The Determinants of Firms’ Hedging Policies”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Dezembro, Vol. 20, Nº 4, pp. 391-405;
- 57 Song, Chang Joon (2008), “An Evaluation of FAS 159 Fair value Option: Evidence from the Banking Industry”, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1279502>;
- 58 Stulz, René M. (1984), “Optimal Hedging Policies”, Vol. 19, Nº 2, pp. 127-140;
- 59 Tuckman, B. (1994), “Conducting educational research”, NY Harcourt Brace College Publishers;
- 60 Tuckman, B. (2000), “Manual de Investigação em Educação”, Fundação Calouste Gulbenkian;
- 61 Valente, Ricardo Miguel Araújo Cardoso (2000), “O Porquê da Cobertura de Risco”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 8;

- 62 Zhang, H. (2009), “Effect of Derivative Accounting Rules on Corporate Risk-Management Behavior”, *Journal of Accounting and Economics* 47, 244-264.

Anexo I – Lista de empresas da amostra

Altri, SGPS	INAPA-INV.P.GESTAO
B.COM.PORTUGUES	INAPA-PREF S/ VOTO
B.Espirito Santo-Nom.	Jerónimo Martins-SGPS
Banco BPI-Nom	Lisgráfica-Imp.A.Gráficas
Banif, SGPS -Nom.	Martifer, SGPS, SA
Benfica SAD	Mota-Engil, SGPS
BRISA	NOVABASE,SGPS
Cimpor-C.Port.SGPS-Nom.	P.Telecom, SGPS -Nom.
Cofina-SGPS	Portucel-Nom.
Compta-Eq.Ser.Informática	Reditus-SGPS
Corticeira Amorim-SGPS	REN-Redes E.Nacionais,SGPS, SA
EDP-Nom.	SAG GEST-Sol.Aut.Glob.SGPS
Estoril-Sol SGPS-Nominativas	SEMAPA-SGPS-Nom.
Estoril-Sol SGPS-Portador	Soc.Com.Orey Antunes
F.RAMADA	SONAE
Fisipe-Fibras S.Portugal	SONAE CAPITAL
Futebol Clube do Porto	Sonae Indústria, SGPS
Galp Energia -Nom.	SONAECOM, SGPS
GLINTT	SPORTING
Gr. Soares Costa SGPS-pref.	SUMOL COMPAL
Gr. SoaresCosta-SGPS	TEIXEIRA DUARTE, SA
Grupo Media Capital, SGPS	Toyota Caetano
Ibersol-SGPS	VAA-V.Alegre Atlantis SGPS
Imobiliária C.Grão-Pará	VAA-V.Alegre Atlantis SGPS (Fusão)
Impresa, SGPS -Nom.	ZON MULTIMEDIA